



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la
Recherche scientifique

جامعة الوادي

Université d'El Oued

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية

وعلوم التسيير

Faculté des sciences Economiques Commerciales et des Sciences de Gestion

قسم العلوم الاقتصادية

Département des sciences économiques



مذكرة مكملة لنيل شهادة ليسانس في العلوم الاقتصادية

تخصص: مالية وبنوك

بعنوان:



تحت اشراف الأستاذ:

* جديدي موسى

من اعداد الطلبة:

أسامة حميداتو

عبد الفتاح مجري

علي مبارك

الدفعة: 2013-2014

تعتبر الأزمات المالية ظاهرة قديمة بأي حال ، بل أنها تخضع في كثير من الأحيان لنفس القوى التي طالما مارست تأثيرها في مختلف الأزمات ، غير أنه يبدو بالفعل أن الابتكارات المالية وزيادة التكامل بين الأسواق المالية العالمية خلال العقود الماضية من القرن السابق قد أضافا بعض العوامل والمخاوف الجديدة لدرجة أنه على الرغم من وجود بعض الاختلافات في أوجه الشبه بين تلك الأزمات إلا أن تلك التي وقعت في السنوات الأخيرة قد اختلفت عما سبقتها في الوقوع في نواحي هامة . ويمكن لنا القول إن انتشار الأزمات وأثارها المعديّة قد بدأ أكثر وضوحا وأبعد أثرا عن ذي قبل .

أصبح دراسة الأسواق المالية من الموضوعات الهامة، و يحظى باهتمام كبير من قبل الأكاديميين، و ذلك نظرا للدور و الوظائف التي تؤديها هذه الأسواق في تعبئة المدخرات الوطنية وجذب رؤوس الأموال الأجنبية لتمويل التنمية الاقتصادية، وخاصة بسبب سرعة استجابتها للصدمات الخارجية، و من أهمها الأزمات المالية الدولية.

وقد مرت الأسواق الدولية بمجموعة من الأزمات المالية التي شهدها العالم وتعتبر الأزمة المالية العالمية التي انتشرت في الآونة الأخيرة حلقة مكتملة لسلسلة من الأحداث المماثلة التي شهدتها اقتصاديات في مناطق مختلفة من العالم خلال السنوات الأخيرة.

وبناء على ما سبق يمكن تلخيص أهمية الموضوع في النقاط التالية:

- تكمن أهمية هذا الموضوع في دراسة أداء الأسواق المالية العربية في ظل الأزمات المالية العالمية التي أدت إلى حدوث خيارات كبيرة في أكبر اقتصاديات العالم وتراجع للأسواق المالية.
- كما تكمن أهمية الموضوع في تسليط الضوء على الأسواق المالية العربية ومدى قدرتها على مواجهة مثل هذه الأزمات المالية التي تمس الاقتصاد العالمي.

إشكالية الموضوع:

تعتبر الأسواق المالية العربية شديدة الحساسية تجاه أية أحداث اقتصادية أو سياسة خارجية، حيث أن هناك أموال عربية ضخمة موظفة في الأسواق المالية الخارجية، إضافة إلى تواجد عدد كبير من المستثمرين الأجانب في الأسواق العربية اندفعوا وبشكل غير مسبوق منذ بداية الأزمة المالية لبيع أسهمهم وبأسعار منخفضة بحثا عن السيولة المالية لإنقاذ مراكزهم المالية.

وعلى هذا الأساس، فإن السؤال الجوهري الذي تحاول هذه الدراسة الإجابة عليه يمكن صياغته على النحو الموالي:

ما هو واقع أداء الأسواق المالية العربية في ظل الأزمات المالية العالمية؟

ومن خلال هذه الإشكالية الرئيسية يمكن طرح الأسئلة الفرعية الآتية :

- ماذا نعني بالأزمات المالية وماهي أنواعها؟
- ماذا نقصد بالأسواق المالية وماهي وظائفها؟
- ما مدى تأثير أزمة الرهن العقاري على السوق المال السعودي؟

فرضيات الموضوع:

- الأزمات المالية هي عبارة عن تموج أو تغير كبير تعرفه كل أو بعض قيم المتغيرات المالية:
(عرض السندات والأسهم وأسعارها، الطلب على القروض، حجم الودائع البنكية وسعر الصرف)
-السوق المالية هي ذلك القطاع المالي المسؤول عن تجميع المدخرات من القطاعات ذات الفائض المالي وتحويلها إلى الاستثمار في القطاعات ذات العجز المالي قصد تحقيق الربح.
تكمّن تأثير أزمة الرهن العقاري على السوق المالي السعودي في الاقتصاد والجهاز المصرفي و سوق الأسهم.

-أثرت الأزمة المالية العالمية سلبيا على أداء سوق المال السعودي على المستويين الاقتصادي والمالي.

سبب اختيار الموضوع:

من بين أهم الأسباب التي دفعت إلى اختيار موضوع يمكن تلخيصها في النقاط الآتية :

- محاولة تقديم، من خلال هذه الدراسة، رؤية معمقة حول الأزمات المالية العالمية وتأثيراتها على الأسواق المالية العربية.
- الكشف عن واقع الاقتصاد السعودي في ظل الأزمة المالية الراهنة.

أهداف الموضوع:

- محاولة الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية المتعلقة بالأزمات المالية.
- محاولة الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية المتعلقة بالأسواق المالية.
- محاولة الكشف عن أهم أنواع أزمات الأسواق المالية العالمية.
- محاولة التعرف على مدى تأثير الأزمات المالية على أداء الأسواق المالية العربية.
- محاولة دراسة انعكاسات الأزمة المالية الراهنة على أداء سوق المال السعودي .

الدراسات السابقة:

- نسيمه أوكيل: الأزمات المالية و إمكانية التوقي منها والتخفيف من أثارها- مع دراسة حالة أزمة جنوب شرق آسيا- البحث عبارة عن أطروحة دكتوراه دولة مقدمة لكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير بجامعة الجزائر، سنة (2007-2008).
- محمد الهاشمي حجاج: أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية - دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة (2007-2009) مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، سنة 2012.

منهج الموضوع:

بالنظر إلى طبيعة الموضوع وبعية الوصول إلى تحقيق أهداف الدراسة والإحاطة بمختلف جوانبها، تم المزج بين منهجين:

- تم اعتماد المنهج الوصفي في الفصل الأول بالنظر إلى طبيعة العناصر التي تناولها من عرض الجوانب النظرية والفنية للأزمات المالية.
- وفي الفصل الثاني تم المزج بين المنهجين الوصفي والتحليلي بالنظر إلى طبيعة العناصر التي تناولها. اعتمدنا على المنهج الوصفي في المبحث الأول والثاني فيما تطلب استخدام المنهج التحليلي في المبحث الثالث.
- أما الفصل الثالث اعتمدنا على المنهج التحليلي نظرا لطبيعة الدراسة التي عاجلناها.

تقسيمات الموضوع :

للإجابة على إشكالية الموضوع تم تقسيم الموضوع إلى ثلاثة فصول:

الفصل الأول جاء تحت عنوان "الإطار النظري للأزمات المالية" حيث تناولنا في هذا الفصل ثلاثة مباحث. الأول يشمل مفهوم الأزمات المالية ومراحلها وأنواعها. والثاني يشمل أسباب الأزمات المالية والمؤشرات الاقتصادية لها. وفيما يشمل المبحث الثالث إدارة الأزمات المالية وكيفية التنبؤ بها.

الفصل الثاني جاء تحت عنوان " تأثير الأزمات المالية على أداء الأسواق المالية العربية " حيث تناولنا في هذا الفصل ثلاثة مباحث. الأول يشمل الأسواق المالية والثاني يشمل الأسواق المالية العربية أما المبحث الثالث فكان حول انعكاسات بعض الأزمات المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية.

الفصل الثالث جاء تحت عنوان " دراسة تحليلية لأداء سوق المال السعودي في ظل الأزمة المالية 2008" حيث تناولنا في هذا الفصل ثلاثة مباحث. جاء الأول بعنوان التعرف على سوق المال السعودي أما الثاني بعنوان تأثير الأزمة المالية على السوق المالي السعودي فيما جاء الثالث بعنوان تطور أداء سوق المال السعودي والسبل المقترحة لمواجهة الأزمة.

لقد كان للأزمات المالية وقع و أثر كبيرين على اقتصاديات البلدان، إذ أنها غالبا ما سببت تدهورا حادا في الأسواق المالية، نظرا لفشل الأنظمة المصرفية المحلية في أداء مهامها الرئيسية و الذي ينعكس في تدهور كبير في قيمة العملة و في أسعار الأسهم. وبالتالي التأثير السلبي على قطاعات الإنتاج والعمالة، وما ينتج عنه من إعادة توزيع للدخول و الثروات فيما بين الأسواق المالية الدولية ككل.

وقد تناولنا في هذا الفصل ثلاث مباحث:

المبحث الأول: الأزمات المالية تعريفها، مراحلها، أنواعها.

المبحث الثاني: أسباب الأزمات المالية والمؤشرات الاقتصادية لها.

المبحث الثالث: إدارة الأزمات المالية وكيفية التنبؤ بها.

المبحث الأول: الأزمات المالية تعريفها، مراحلها، أنواعها

لقد تعرضت الأسواق المالية العالمية على مر التطور الاقتصادي للعديد من الأزمات تميزت بسرعة انتشارها وتباين أسباب حدوثها أدت إلى تراجع الاقتصاد العالمي وإلى إفلاس العديد من المؤسسات الاقتصادية حول العالم وقد تم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاث مطالب:

المطلب الأول: تعريف الأزمات المالية

المطلب الثاني: مراحل الأزمات المالية

المطلب الثالث: أنواع الأزمات المالية

المطلب الأول: تعريف الأزمات المالية

منذ عدة سنوات خلت كثيرا ما سجلت العديد من الدول جملة من الأحداث تعرف في العادة بلفظ الأزمة المالية. وإن كان من اليسير التعرف على مظاهر هذه الأزمات وإدراكها، يبقى أن صياغة تعريف دقيق للأزمة المالية ليس بالأمر الهين. هكذا، وبالرغم أن العديد من المؤلفين قد حاولوا وصف النتائج الوخيمة لمثل هذه الأزمات، لكن نجد أن القليل منهم فقط قد حاولوا إعطاء تعريف محدد ومضبوط لهذه الظواهر، وتبيان طبيعتها.

في هذا الصدد، يؤكد فريدمان (Friedman) أنه من الصعب ضبط وتبيان ماهية الأزمة المالية. كما يشير أن كل من "يواجه مثل هذه الأزمة، سيتعرف عليها ويدرك لا محالة أنه يواجه أزمة مالية".

لكن وبالرغم من قلة الأهمية الموكلة لصياغة تعريف دقيق لمفهوم الأزمة المالية، سنحاول رفع الالتباس الذي يحيط بهذا المفهوم، وذلك من خلال التطرق لبعض التعاريف القليلة المقترحة.

فاستنادا لكتاب (v. bareto) «cours d'économie bolitique» عرف (E. Barthalon) الأزمة

المالية "أثما عبارة عن تموج أو تغير كبير تعرفه كل أو بعض قيم المتغيرات المالية التالية: عرض السندات والأسهم وأسعارها، الطلب على القروض، حجم الودائع البنكية وسعر الصرف".

من ثم فمصطلح الأزمة المالية يقترن بتغير (انخفاض) معتبر لقيم هذه المتغيرات المذكورة آنفا.

إن هذه الأزمة (والتي تعني الانخفاض السريع والشديد للكميات والأسعار التي تقيس النشاط البنكي والمالي) تتميز بظهور الميل نحو التهرب والتخلي على الأصول المملوكة آنفا وذلك في محاولة لتغيير طبيعتها وتحويلها.¹

في الحقيقة، فإن مثل هذا التصرف يعكس رغبة المستثمرين في الحصول على أصول جديدة، يعتبرون أنها تحوي على ميزتين غير موجودتين في الأصول القديمة التي كانت في حوزتهم من قبل:

✓ القبول والقدرة على التفاوض: أي إمكانية استبدالها بسرعة وبدون أي قيد أو أجل.

✓ السيولة: أو بمعنى آخر القدرة على استبدالها دون تكبد خسارة في رأس المال.

وانطلاقا من هذه الفكرة، واستنادا لكتاب (c. kindelberger) «Manias. Panies and crashes» يقترح

(E. Barthalon) تعريف ثاني للأزمة المالية والتي يعتبر أنها عبارة عن "إرتفاع شديد وسريع في الطلب عن النقود لأغراض احتياطية".

فعلا، فإذا راود المستثمرين شكوك حول قيمة الأسهم والسندات (سعر الأسهم والسندات) فإنهم يلجئون لتحويل هذه

الأصول التي يمتلكونها وجعلها على شكل ودائع بنكية. أما إذا كان الثقة في ملاءة هذه البنوك (Solvabilité) هي محل

¹ آيت بشير، اعمار، الازمات المالية واصلاح النظام النقدي الدولي مع دراسة الازماتين المكسيكية والاسيوية، مذكرة ماجستير، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة

الشكوك، فسيعمد المستثمرون لتحويل ودائعهم البنكية إلى سيولة (أي تحول طبيعة أصولهم من ودائع إلى سيولة). وفي حالة ما فقدت العملة الوطنية مصداقيتها (أي الثقة في قيمتها) فسيميل المستثمرون لاستبدال ممتلكاتهم بهذه العملة مقابل العملة الأجنبية. وفي الأخير إذا كانت قيمة النقود الائتمانية بشكل عام في محل الشكوك فستبادر للمستثمرين استبدالها مقابل الذهب أو أي عملة-سلعة ما (monnaie marehandise) (أي يتحول الطلب على النقود نحو الذهب أو أي عملة-سلعة).

ومن جهته وبعد أن أكد على صعوبة ضبط تعريف دقيق لمفهوم الأزمة المالية، أخذ (D Lacoue-Labarthe) بالتعريف المقترح من طرف (Eichengreen) و (Portes)، وهو التعريف الذي اعتبره الأكثر دقة ومصداقية.

فاستنادا لهذين المؤلفين فالأزمة المالية "هي اضطراب أو اختلال يصيب الأسواق المالية ويتميز بانخفاض معتبر في أسعار الأصول وعدم الملاءة أو عدم قدرة المدنيين والوسطاء على الدفع. وينتشر هذا الاختلال على شكل تفرعات عبر النظام المالي، مبطا أو مبطلا قدرة الأسواق على تخصيص Affectation رؤوس الأموال في الاقتصاد بشكل فعال.

في حالة أزمة مالية دولية، يتعدى الاضطراب الحدود الوطنية مما يعيق، وبشكل كبير قدرة التخصيص الدولي

Allocation Interne لرؤوس الأموال من طرف الأسواق المالية".

كما قام (F S Mishkin) بصياغة تعريف للأزمة المالية مؤكدا فيه على دور نوعية وكيفية توزيع المعلومات في مثل هذه الأزمة. هكذا، فحسب هذا المؤلف فالأزمة المالية "هو عجز الأسواق المالية على توفير رؤوس الأموال اللازمة للمستثمرين أصحاب المشاريع الأكثر مردودية. ويعزى هذا العجز لما يسمى بالانتقاء العكسي Sélection adverse والخطر الخلفي aléa-moral". ويجدر بنا أن نشير أن الانتقاء العكسي يتمثل في كون أن المستثمر صاحب المشروع الأكثر خطرا هو الذي تكون له حظوظ أوفر في الحصول على قروض من عند البنوك أما الخطر الخلفي aléa-moral فيتتمثل في كون المدنيين، وبعد التعاقد والحصول على قرض من عند البنك، قد يباشر ممارسة نشاط معين آخر من شأنه رفع احتمال عدم القدرة على الدفع ومن ثم عدم استرجاع البنك لأمواله.

أما فيما يخص تعريف (Eichengreen) و (Portes) فهو أشمل، حيث تضمن عدة جوانب من تعريفي

(E. Paget-Blanc) و (F. S. Mishkin). فقد نجد أن هذا التعريف قد اتفق مع تعريف (E. Paget-Blanc) كونه يعتبر أن الأزمة المالية هي اضطراب أو اختلال يصيب الأسواق المالية وهو يتميز بانخفاض أسعار الأصول وعدم ملاءة المدنيين والوسطاء الماليين.¹

ومن جهة أخرى، نجد أن تعريف (Eichengreen) و (Portes) قد انضم إلى تعريف (F. S. Mishkin) كونه

قد أكد على أن الأزمة المالية تترجم بعجز النظام المالي على تخصيص وتوزيع

(allouer ou affecter) رؤوس الأموال بشكل فعال في الاقتصاد.

¹ نفس المرجع السابق، ص3.

وعلى ضوء ما سبق ذكره نستطيع القول أن للأزمة بعدين هما:¹

1- التهديد الخطير للمصالح و الأهداف الحالية و المستقبلية

2- الوقت المحدد المتاح لاتخاذ القرار سريع و صائب لحل الأزمة، و إلا فان القرار يصير غير ذي جدوى في مواجهة الموقف الجديد المفاجئ

كما تتميز الأزمة المالية ببعض الخصائص منها :

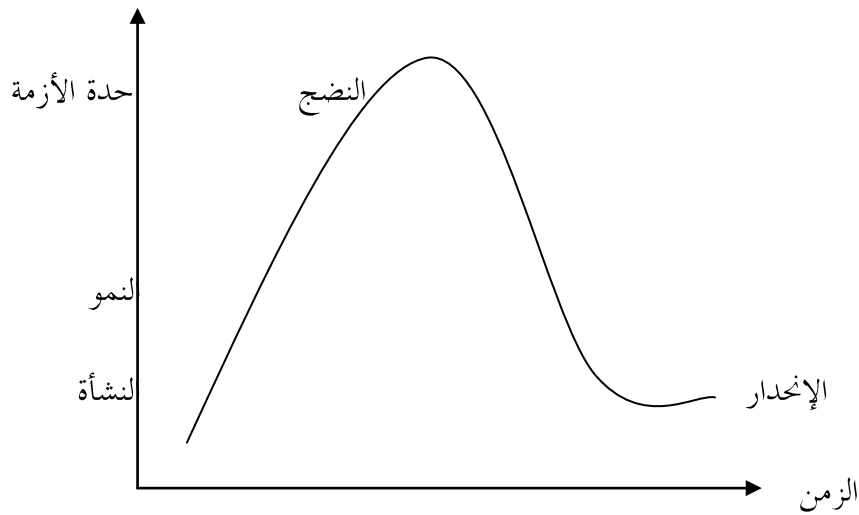
- ✓ المفاجئة العنيفة عند حدوثها، و استقطابها لاهتمام الجميع.
- ✓ التعقيد، التشابك و التداخل في عواملها و أسبابها.
- ✓ نقص المعلومات و عدم وضوح الرؤية حولها.

المطلب الثاني: مراحل الأزمات المالية

تم كل أزمة بدورة حياة تشبه دورة حياة الإنسان وتتوقف أساليب التعامل مع كل أزمة على مدى المعرفة بالمرحلة التي تتم بها كل أزمة ، وتتسم معظم الأزمات بأربعة مراحل أساسية تختلف بطبيعة الأزمة وتتصف كل مرحلة بسمات غير الأخرى.

والشكل الموالي يبين هذه المراحل الخاصة بدورة حياة الأزمة

شكل رقم (01): المراحل الخاصة بدورة حياة الأزمة



المصدر : أحمد ماهر . ادارة الازمات . الدار الجامعية . مصر . 2006 . ص 34

¹ محمد نصر مهنا . ادارة الأزمات . مؤسسة شباب الجامعة . الإسكندرية . 2004 . ص 242.

1- مرحلة النشأة: ان اكتشاف الدلائل والتأثير بما يشير الى أن هناك أزمة في الطريق ، اذا يكون هناك مؤشرات تعتبر بمثابة الإنذار المبكر يتحسسها المسؤولون ويحاولون تفسيرها عن طريق ربط الظواهر بعضها ببعض والعلاقة بينهم وتأثيرها ومعرفة نقاط والأسباب وعدم اذكارها ومتى استطاع القادة أن يتعرفوا ولو جزئيا على التغيرات الأساسية للأزمة استطاعوا حينئذ بتنفيس الأزمة زمن ثم تحويل مسارها من خلال بحث السبل والآليات المناسبة لمواجهة تلك الأزمة المحتملة.

2- مرحلة النمو: في المرحلة السابقة اذا ما فشل في توقع حدوث الأزمة ، فان متغيرات هذه المرحلة سرعانما تنمو وتكبر ويتعاضم خطرهما، حيث فعالية القائد في المرحلة تكمن استقطاب محركات وعوامل النمو، والقدرة على مواجهة تلك الأزمة واتخاذ كافة التدابير اللازمة ازاءها وهذا بدوره يتوقف على عدة عوامل منها: حجم المعلومات المتوفرة ، القدرة على تحديد الأولويات ومن ثم الكفاءة في مجابهة الآثار المختلفة الناشئة عن الأزمة وخلق جدول أولويات بالدقة والفعالية والقدرة على الإختيار الدقيق بين البدائل المتاحة.

3- مرحلة النضج: تظهر هذه المرحلة عندما يخفق المسؤولون أو القادة مع العوامل التي حركت الأزمة أو التي لم يستطيعوا السيطرة على المتغيراتها المتسارعة، بحيث تصل الأزمة الى قمتها وتبدأ في افراز خسائر فادحة وتدمر من حولها كل شئ لذلك فمن المهم أخذ بعين الإعتبار أهمية عنصر ادراك المعلومات المتاحة عن الأزمة وطبيعتها من ناحية، والسيطرة على عوامل تكوين الأزمة من ناحية أخرى.

4- مرحلة الإنحدار : تبدأ الأزمة في الإنحدار والتلاشي وذلك بسبب المواجهة معها، ومعرفة الخسائر وتقسيمها والتكيف مع الوضع واستعادة النشاط، ومن ثم تقييم الأزمة وذلك لتجنب حدوثها في المستقبل، وعليه وجب على الإقتصاديات المتضررة من الأزمة أن تعيد بناء نفسها وأن تتعلم من أخطائها.1

¹ أحمد ماهر، ادارة الأزمات، الدار الجامعية، ط1، مصر، 2006، ص34.

المطلب الثالث: أنواع الأزمات المالية

بالرجوع إلى الأزمات المالية التي حدثت في كثير من الدول نجد أنها لا تخرج عن الأنواع التالية: أزمة العملة (النقد الأجنبي، الأزمة المصرفية، أزمة الأسواق المالية وأزمة المديونية).

1-أزمات العملة:

تحدث أزمات العملة أو سعر الصرف عندما تغير أسعار الصرف بسرعة بالغة بشكل يؤثر على قدرة العملة على أداء مهمتها كوسيط للتبادل أو مخزون للقيمة، لذلك تسمى هذه الأزمة أيضا بأزمة ميزان المدفوعات، وتحدث تلك الأزمات عندما تتخذ السلطات النقدية قرارا بخفض سعر العملة الذي يؤدي إلى خفض قيمتها. ويكون تدهور قيمة العملة أكثر من الحدود المعقولة التي يتم اعتبارها في الغالب ما فوق 25%. ويمكن أن يعتمد مؤشر ضغوط المضاربة على العملة معيارا لذلك، حيث يتم بناء هذا المؤشر بمزج تغير سعر صرف العملة بتغير مستويات الاحتياطات الرسمية ومعدلات الفائدة المفترض فيهما أنهما يعبران عن كثافة دفاع السلطات النقدية عن سعر العملة. ويتم الحديث عن أزمة العملة عندما يتغير هذا المؤشر بالنسبة لقيمتها المتوسطة بأكثر من مرة ونصف الانحراف المعياري.¹ ويميز بعض المحللين بين أزمات العملة ذات "الطابع القديم" أو "الحركة البطيئة" وبين الأزمات ذات "الطابع الجديد" إذ أن الأولى تبلغ ذروتها بعد فترة من الإفراط في الإنفاق والارتفاع الحقيقي في قيمة العملة التي تؤدي إلى إضعاف الحساب الجاري غالبا في سياق من الضوابط المتزايدة على رأس المال بما يؤدي في النهاية إلى تخفيض قيمة العملة. أما في الحالة الثانية فإن القلق الذي ينتاب المستثمرين بشأن جدارة الميزانيات لجزء مهم من الاقتصاد (سواء كان عاما أو خاصا يمكن أن يؤدي في مناخ الأسواق المالية والرأسمالية الأكثر تحررا وتكاملا إلى الضغط سريعا على سعر الصرف.²

2-الأزمة المصرفية:

وتظهر الأزمات المصرفية عندما يواجه بنك ما زيادة كبيرة ومفاجئة في طلب سحب الودائع. ويرجع ذلك إلى أمرين إما أن البنك يقوم بإقراض أو تشغيل معظم الودائع التي مجوزته ويحتفظ بنسبة بسيطة لمواجهة طلبات السحب اليومي، ولهذا لن يستطيع الاستجابة لطلبات المودعين إذا ما تخطت النسبة المتوقعة للسحب اليومي، وبالتالي يحدث ما يسمى أزمة سيولة لدى البنك. وإذا حدثت مشكلة من هذا النوع وامتدت إلى بنوك أخرى، فتسمى في تلك الحالة أزمة مصرفية، وعندما يحدث العكس، أي تتوافر الودائع لدى البنوك وترفض تلك البنوك منح القروض خوفا من قدرتها على الوفاء بطلبات السحب تحدث أزمة في الإقراض، وهو ما يسمى أزمة الائتمان.

كانت الأزمات المصرفية نادرة الحدوث نسبيا في الخمسينات والستينات بسبب وجود قيود على تحركات رؤوس الأموال ولكنها أصبحت أكثر انتشارا منذ السبعينات لغاية الآن، ويعود السبب إلى حدوث التطور وابتكار في أدوات ووسائل التمويل ووجود أنظمة مدفوعات إلكترونية متطورة ساهمت في تجاوز البنوك التجارية لبعض المؤشرات الرقابية مثل السيولة، الربح، التي تعكس المركز المالي للبنوك التجارية.³

¹ عبد المجيد قري، الأزمة الاقتصادية الأمريكية وتداعياتها العالمية، مجلة البحوث الاقتصادية العربية، العدد 46، ربيع 2009.

² كريستيان ملدر، "عن العاصفة - يدافع الطابع الجديد للأزمات إلى الإسراع بإعادة التفكير في إجراءات الوقاية و تدابير الحل". مجلة التمويل والتنمية، المجلد 39، عدد4، ديسمبر 2002، ص.6.

³ د. ثريا الخزرجي، الأزمة المالية الراهنة وأثرها في الاقتصاديات العربية (التحديات والسل، المؤتمر الثالث حول "الأزمة المالية وانعكاساتها على اقتصاديات الدولة الدول) التحديات والآفاق المستقبلية، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة الإسراء، الأردن، (28/04/2009)، ص.5.

يضاف إلى ذلك أن الدول المتقدمة لم تلتزم بشكل تام بمقررات لجنة بازل، الخاصة بالأنظمة الرقابية والمصرفية والتي وضعت حدوداً لكفاية رأس المال وحدود الائتمانات ومحدودات أخرى كان الهدف منها ضمان واستقرار القطاع المصرفي والمحافظة على المركز المالي للبنوك التجارية بشكل خاص.

التفاعل بين أزمة سعر الصرف والأزمات المصرفية:

يمكن رصد التفاعل بين الأزميتين في ما يلي:¹

من أزمة سعر الصرف إلى أزمة مصرفية:

- عند توقع أزمة صرف يسعى المتعاملون تحسباً لانخفاض قيمة العملة المحلية، التخلص من هذه الأخيرة واقتناء العملات الأجنبية، مما يمكن أن ينتج هستيريا سحب الودائع من البنوك وتقهقر احتياطي البنوك من الأصول الأجنبية مما يضعف وضعها الحالي.

- إن تخفيض قيمة العملة نتيجة للأزمة سيضعف حتماً وضعية البنوك التي لها خصوم بالعملة الأجنبية غير محصنة، أو يضعف عملاء هامين لديها لهم خصوم كبيرة بالعملة الأجنبية مما يعرض البنوك إلى عدم القدرة على استرجاع جزء كبير من القروض الموزعة على هؤلاء العملاء (تفاقم القروض المدومة).

من أزمة مصرفية إلى أزمة سعر الصرف:

إذا قام البنك المركزي بمحاولة إنقاذ بعض البنوك المتقهقرة من خلال تقديم مزيد من القروض والائتمان. فيمكن أن ينجر عن هذا تفاقم في المديونية المحلية للبنوك ويمكن أن تولد أزمة ثقة لدى المتعاملين الذين يحاولون التخلص من العملة المحلية مما ينتج انخفاضاً كبيراً في سعر الصرف وتقهقر الاحتياطي الأجنبي.

3- أزمة الأسواق المالية:

يتضح شكل الأزمة عند حدوث هبوط حاد في الموجودات المالية للأسواق المالية كألسهم والسندات وغيرها من الأدوات المستخدمة وبما أن الأسواق المالية تمثل اقتصاد وهمي غير حقيقي يقوم على المضاربة بالأصول المالية فإن حصول الاندماجات في الأسواق المالية والسهولة في حركة رؤوس الأموال وانتشار مبدأ المضاربة بشكل واسع يؤدي إلى تحقيق أقصى المكاسب بأقل مدة ممكنة.

بالإضافة إلى انتشار الاستثمار الأجنبي غير المباشر الذي ساعد في انتقال رؤوس الأموال بسرعة من بلد إلى آخر (الأموال الساخنة واعتباره عامل آخر يساعد في حدوث الأزمات في أسواق المال).²

يضاف إلى ذلك أن زيادة حدة المضاربات تؤدي إلى ما يعرف بظاهرة "الفقاعة" حيث تتكون الفقاعة عندما ترتفع أسعار

الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة، على نحو ارتفاع غير مبرر. وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل - كألسهم على سبيل المثال - هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة الأصل على توليد الدخل، في هذه الحالة يصبح اختيار أسعار الأصول مسألة وقت عندما يكون هناك اتجاه قويا لبيع ذلك الأصل فيبدأ سعره في الهبوط، ومن ثم تبدأ حالات الذعر والهلع لدى المستثمرين في الظهور فتنهار الأسعار وتمتد الانخفاضات الحادة لتشمل بقية الأسهم في السوق المالي ونتيجة لذلك تحصل حالة الانهيارات الحادة التي تؤدي إلى ظهور الأزمات المالية العالمية بسبب أن الأسواق المالية العالمية مرتبطة ببعضها البعض.

وقد ترجع أسباب الأزمات في البورصة إلى:³

- المتغيرات الدولية من الكوارث والحروب والأزمات الاقتصادية والحروب التجارية.

¹ أحمد طلفاح، الأزمات المالية وأزمات سعر الصرف وأثرها على التدفقات المالية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، أبريل، 2005.

² ثريا الخرجي، مرجع سبق ذكره، ص: 7

³ فريد النجار- البورصات والهندسة المالية- مؤسسة شهاب الجامعة- الإسكندرية، 1999، ص: 207

- المتغيرات المحلية في معدلات التضخم (أسواق السندات وأسعار الصرف) (أسواق العملات الحرة وأسعار الأسهم وتغيير أسعار الفائدة).
 - التغيرات التكنولوجية مثل المنتجات الجديدة والاختراعات وتحول الطلب على المنتجات والخدمات وهياكل محفظة الاستثمار.
 - الإشاعات والمعلومات الملوثة غير الحقيقية.
 - المضاربات غير المحسوبة.
- ويترتب على الأزمات خسائر وهيار في الأسعار وتدهور التداول في البورصة وفقدان الثقة في بعض الأوراق المالية، لذلك يفيد الإفصاح المالي في الكشف عن حقيقة التغيرات في البورصات. ويمكن مواجهة الأزمات البورصية إما بالانتظار أو الانسحاب أو تطبيق التخطيط الاستراتيجي الفعال.

4- أزمة المديونية:

حددت مجموعة عمل دولية متعددة الأطراف سنة 1988 المديونية والديون الخارجية على أنها قيمة الالتزامات القائمة والموزعة في أي فترة من الزمن للمقيمين في دولة معينة تجاه غير المقيمين لدفع الأساس مع أو بدون فائدة أو دفع فائدة مع أو بدون أساس.¹

كما يقصد بالمديونية أنها تلك العملية التي تتميز بحركة تدفقات رؤوس الأموال في اتجاه البلدان المقترضة من البلدان الدائنة، وعند انقطاع حركة التدفقات تحدث أزمة المديونية الخارجية، ويكون سبب الانقطاع في أغلب الأحيان راجعا إلى عدم قدرة البلد المدين على الوفاء بالتزاماته الخارجية.

وإذا ما حاولنا التركيز على أسباب استئدانة الدول وخصوصا الاقتراض من الخارج فيمكن القول أن الدول تستدين من أجل تمويل العجز في ميزان مدفوعاتها، هذا بصفة عامة. أما بالنسبة للدول العربية فإن هناك عوامل عديدة تضافرت منها ما هو داخلي ومنها ما هو خارجي لتأزيم وضع الديون وتفاقمها وانفجارها في السنوات الأخيرة في نعظم الدول ذات الأوضاع الحرجة أصلا، ومن أهم تلك الأسباب ما يلي:

أولا: الأسباب الداخلية²

دافع التنمية:

لقد بدأت الديون الخارجية بدافع الحصول على رؤوس الأموال لتنمية وتطوير الاقتصاد الوطني، فأمام عجز المدخرات المحلية للدول النامية عن تلبية تحتاج إليه عملية التنمية من أموال لتحقيقها وتطويرها واستمرارها لجأت هذه الدول للاستئدانة والاقتراض إلا أن التوجه غير السليم وعدم وجود الرؤية الواضحة لتحقيق هذا الهدف، وغياب التخطيط السليم والعقلاني المطلوب، ساهم في زيادة الحاجة للاستئدانة والاقتراض ولاسيما عدم وضوح الرؤية حول مجالات حدود الاستخدامات الرشيدة للقروض وغياب الأسس والمعايير التي تحدد بموجبها الدول المدينة طاقتها التسديدية لديونها.

¹ بلقاسم العباس، إدارة الديون الخارجية- مجلة جسر التنمية، العدد: 30- 2004- ص5

² أوكيل نسيم، الأزمات المالية وأساليب التوقي منها والتخفيف من أثارها، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، (2007-2008) - ص: 110-112-114.

سوء توظيف القروض:

لقد كانت المبالغة الملحوظة في اللجوء إلى الاقتراض الخارجي هي سمة السبعينات وذلك على أمل الاستفادة من مشروعات طموحة تمّ الاقتراض من أجلها، لكن سوء التخطيط وتغير السياسات الاقتصادية وتحطها من فلسفة اشتراكية إلى ليبرالية ومن ليبرالية إلى اشتراكية أدّى إلى فشل الكثير من المشروعات.

وقد اقترنت عملية الاقتراض في العديد من الأحيان بزيادة كبيرة في الاستهلاك الترفي وفساد الحكومات التي تقترض كثيرا للرفع من مستوى معيشة شعوبها بشكل مصطنع كالرشوة لشراء ولاء الشعب وسكوته.

فإذا ما قمنا بمقارنة بين توظيف الأموال الأجنبية في الدول الرأسمالية وبين توظيفها في الدول العربية سنلاحظ أن الأولى ركزت على استيراد المواد الخام الأولية ذات الأسعار المنخفضة اللازمة للتنمية الصناعية وأخذت بتصدير السلع ذات الأسعار المرتفعة، لتنتقل في مرحلة لاحقة إلى تصدير رأس المال الأجنبي إلى الدول النامية، فقد أدركت أن الدول النامية تعتبر أرضية خصبة لاستثماراتها. أما الدول العربية فقد ركزت على استيراد السلع الاستهلاكية والرأسمالية ذات الأسعار المرتفعة وأخذت بتصدير الكثير من مواردها الطبيعية على شكل مواد خام وبأسعار زهيدة. هذا التخصص في إنتاج المواد الأولية أدّى إلى تأثرها بالأزمات الاقتصادية التي تعرضت لها أسواق هذه المواد والتناقضات التي شهدتها الأنظمة الاقتصادية.

الفساد الإداري وتحويل الأموال إلى الخارج:

فقد كشفت أزمة المديونية الخارجية على أن تطور هذه الأزمة كان مقترنا بوجود فساد إداري ضخم في أجهزة الدولة، الأمر الذي أدّى إلى نهب جانب كبير من القروض الخارجية التي كانت تحصل عليها هذه الدول ليعاد تحويله للخارج وإيداعه في حساب من استولوا عليه، فقد قدر حجم الأموال التي يمتلكها مواطنو البلدان العربية ذات العجز المالي في الخارج بنحو 220 مليار دولار في عام 2005، الأمر الذي أدّى إلى إحداث ضغوط شديدة على موازين المدفوعات وقدرة هذه الدول على الوفاء بأعباء ديونها الخارجية. ففي الوقت الذي من المفترض أن تتجه فيه القروض لخدمة العملية التنموية وزيادة المدخرات المحلية، نجد أن النسبة الأكبر منها تعود على شكل تدفقات في رأس المال إلى الخارج، وبالتالي فإن القدرة على خدمة الدين تقل بشكل كبير بحيث يصبح من المتعذر إعادة الإيرادات المتحققة على الموجودات في الخارج.¹

الاهتمام بالصناعة على حساب الزراعة:

أدّى هذا التوجه إلى تزايد الحاجة إلى الواردات الغذائية وإهمال الزراعة كدعم هامة لاقتصاديات تلك الدول والاهتمام بالصناعة التي تتطلب بطبيعتها كثافة رأسمالية تفوق طاقات أغلب الدول العربية غير النفطية خاصة، مما أدّى للجوء إلى الاقتراض الخارجي لتمويل هذه الصناعات.

العجز المتزايد في ميزان المدفوعات:

لاشك أن ميزان المدفوعات بما يعكسه من ديون وأعباء وموارد يمثل صورة صادقة للاقتصاد القومي وخاصة درجة انفتاحه على العالم الخارجي، حيث أن أحد العوامل الداخلية الهامة التي أدّت إلى تفاقم أزمة الديون هو العجز المستمر في موازين المدفوعات للدول المدينة وخاصة المتوسطة والمنخفضة الدخل.

¹ أشواق عباس، خدمة الديون بين الاندماج والخصوصية- الجزء الثالث، صحيفة الحوار المتمدن، العدد: 1203، 2005/05/20.

ثانياً: الأسباب الخارجية

حيث تتمثل الأسباب الخارجية فيما يلي:¹

ارتفاع أسعار الفائدة:

كان للارتفاع الشديد الذي طرأ على أسعار الفائدة في أسواق المال الدولية دوراً حاسماً في استفحال أزمة المديونية. إذ تجاوزت في العديد من البلدان الفوائد الزائدة المدفوعة قيمة التمويل الإضافي الصافي وتكدت البلدان المدينة بمبالغ متزايدة عبر السنين وأصبح بند خدمة الدين يمثل نصيباً هاماً من صافي الديون ويستحوذ على مبالغ كبيرة من النقد الدولي الأجنبي.

انخفاض الأسعار العالمية للمواد الخام:

أدى انخفاض أسعار المواد الأولية المصدرة إلى الأسواق العالمية (كالبترول والمواد الخام الأخرى إلى تدهور شروط التبادل التجاري للبلدان المصدرة لهذه المواد، مما أدى إلى تفاقم عجز ميزان المدفوعات الذي يزيد من الميل إلى الاستدانة الخارجية.

آثار الركود التضخمي السائد في معظم الدول الرأسمالية:

نظراً لاندماج معظم الدول النامية - ومنها الدول العربية - في النظام الاقتصادي العالمي وتبعيتها له تجارياً وغذاًياً ونقدياً وتكنولوجياً فضلاً عن التبعية العسكرية والسياسية، فإنّ ما يحدث في هذا النظام من تقلبات وأزمات يؤثر تلقائياً في الأوضاع الاقتصادية لهذه الدول.

ومنذ بداية الثمانينات أفرزت السياسة الانكماشية التي طبقتها معظم الدول الرأسمالية الصناعية حالة من الركود الاقتصادي مصحوبة بالتضخم أصبحت تعرف بالتضخم الركودي الذي أثر كثيراً في الأوضاع المالية وانخفض حجم العملات الأجنبية فيها في الوقت التي تزايدت فغيه مدفوعات خدمة الدين وتفاقمت صعوبات الاقتراض الخارجي وخاصة بعد انفجار أزمة الديون الخارجية عام 1982.

¹ أوكيل نسيمه، مرجع سبق ذكره، ص: 114 115

المبحث الثاني: أسباب الأزمات المالية والمؤشرات الاقتصادية لها

لعل ليس من المبالغة القول أن الأزمة المالية، حالة حدوثها، تسبب في شلل الاقتصاد الكلي ليس فقط في الدولة محل الأزمة، وإنما قد يمتد أثرها لعدد من الدول المجاورة أو المرتبطة به اقتصادياً أو تجارياً، بشكل وثيق. وقد تم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاث مطالب:

المطلب الأول: أسباب الأزمات المالية.

المطلب الثاني: المؤشرات الاقتصادية للأزمات المالية.

المطلب الثالث: نماذج الأزمات المالية.

المطلب الأول: أسباب الأزمات المالية

الأزمات المالية هي محصلة لأسباب مختلفة يمكن حصرها في:¹

1- الإختلالات الهيكلية في الاقتصاد الكلي:

فعادة ما يصاحب أي أزمة مالية عدد من الإختلالات الهيكلية على مستوى الاقتصاد الكلي ذلك لأن السياسات المالية التوسعية تؤدي إلى ارتفاع حجم الإقراض في البنوك بشكل قد يصعب معه اتخاذ اللازم من إجراءات المتابعة والرقابة على أي قرض، الأمر الذي قد يزيد من حجم القروض المتعثرة أو يشجع المقترضين على الدخول في مشروعات خطيرة قد نحقق خسائر أكثر من أرباح، وتتمثل الخطورة في الدخول في مضاربات على العقارات أو الأصول طويلة المدى بشكل عام. بما يزيد من أسعارها بشكل مبالغ فيه. ومن ناحية أخرى فإن تقييد السياسات المالية من شأنه أن يؤثر على معدلات نمو الاقتصاد أو زيادة صعوبات خدمة الدين، أو حجم السيولة المتوفرة للاستثمارات المختلفة، وبشكل عام يمكن القول أن الإختلالات الهيكلية كانت واحدة من أهم الأسباب المؤدية للأزمة دول أمريكا اللاتينية في أوائل التسعينات وكذلك مواطن الضعف التي ظهرت في بعض الدول الصناعية الكبرى.

2- التحول إلى الاقتصاد الحر:

فكثيراً ما ذهب المحللون إلى مناقشة مزايا التحول إلى السوق الحر وما يجلبه من فرص استثمارية ومزايا تنافسية للاقتصاد المحلي، ولكن بعض الدراسات الحديثة بدأت في إثارة التساؤلات حول ما إذا كان التحول إلى السوق له من الآثار السلبية بخاصة على القطاع المالي في الدولة ما له من الآثار الإيجابية أم لا، وحقبة الأمر أن التحول إلى الاقتصاد الحر إن لم يكن مبنياً على أساس هيكلي سليم ومصاحباً لما يعرف بإجراءات منظمة ولوائح رقابية واضحة قد يصيب النشاط المالي والنقدي بعض الإختلالات التي قد تؤدي إلى حدوث أزمة.

3- وجود ضمانات حكومية:

وهي واحدة من أهم الأسباب التي تؤدي في حالة زيادتها عن المعتاد إلى أزمة مالية شديدة وقد يصح القول إن تزايد الاعتماد على الضمانات في تحيل القروض الطويلة الأجل أو الإئتمان الممنوح للمشروعات الخطرة من شأنه أن يسبب اهتزازات لنظام النقدي حالة حدوث أي انعكاس في سياسة تلك الضمانات، وفي نفس الوقت وجود نوع من الضمانات أو ما يعرف "بالمقرض الأخير" ضروري حتى إذا ما أصابت البنوك على سبيل المثال مشاكل في السيولة فإنه يمكن الاعتماد عليه لتخطي المحتمل وقوعها.

¹ نيرمين السعدني، "قراءات حول الأزمة النقدية العالمية"، مجلة السياسة الدولية، العدد 137، يوليو 1999، ص 262-263.

4- تقلبات أسعار الصرف:

فأسعار الصرف لأي عملية تمثل واجهة للاقتصاد أي دولة ولكن قد تبدأ المشاكل في الظهور إذا ما تعرضت لمضاربات قد تؤدي إلى تخفيض قيمتها.

5- شروط التجارة السلبية:

فقد أظهرت بعض الدراسات أن الأزمات المالية تتزامن مع وجود شروط مجحفة للتجارة، أو ارتفاع مستوى الواردات أو انخفاض حجم الصادرات وهكذا.

6- عدم استقرار الاقتصاد الكلي:

إن احد أهم مصادر الأزمات الخارجية هو التقلبات التي تحدث في شروط التبادل التجاري، فعند انخفاض شروط التجارة يصعب على عملاء البنوك المشتغلين بنشاطات ذات العلاقة بالتصدير والاستيراد الوفاء بالتزامهم خصوصاً خدمة الديون، وتشير بيانات البنك الدولي إلى أن حوالي 75% من الدول النامية التي حدثت بها أزمة مالية، شهدت انخفاضاً في شروط التبادل التجاري بحوالي 10% قبل حدوث الأزمة، وشكل انخفاض شروط التجارة سبباً رئيسياً للأزمة المالية في حالة كل من فنزويلا والإكوادور، حيث كان الاعتماد الكبير على صادرات النفط الخام في ظل صغر حجم الاقتصاد وقلة تنوعه .

وتعتبر التقلبات في أسعار الفائدة العالمية أحد المصادر الخارجية المسببة للأزمات المالية في الدول النامية، فالتغيرات الكبيرة في أسعار الفائدة عالمياً لا تؤثر فقط على تكلفة الاقتراض بل الأهم من ذلك أنها تؤثر على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول النامية ودرجة جاذبيتها، ويقدر ما بين 50-65% من تدفقات رؤوس الأموال من وإلى الدول النامية خلال حقبة التسعينات، كان سببها المباشر التقلبات في أسعار الفائدة عالمياً.

كما تعتبر تقلبات في أسعار الصرف الحقيقية المصدر الثالث من مصادر الاضطرابات على مستوى الاقتصاد الكلي والتي كانت سبباً مباشراً أو غير مباشر لحدوث العديد من الأزمات المالية، وأكدت دراسات مختلفة هذه الحقيقة، وأظهرت أن 22 دولة نامية في أمريكا الجنوبية قد عانت من اضطرابات في أسعار الصرف الحقيقية بمعدل أعلى من أي إقليم في العالم بما في ذلك دول جنوب شرق آسيا. وذكرت الدراسة أن وقوع الأزمات المالية كان نتيجة ارتفاع حاد في أسعار الصرف الحقيقية كأحد آثار ارتفاع الأرباح في قطاع التجارة الخارجية أو ارتفاع أسعار الفائدة المحلية.

أما في الجانب المحلي فهناك التقلبات في معدل التضخم التي تعتبر عنصر حاسم في مقدرة القطاع المصرفي على القيام بدور الوساطة المالية وخصوصاً منح الائتمان وتوفير السيولة، وقد اعتبر الركود الاقتصادي الناتج عن ارتفاع مستويات الأسعار سبباً مباشراً لحدوث الأزمات المالية في العديد من دول أمريكا الجنوبية ودول العالم النامية، كما أن هناك آثار سلبية أخرى على مستويات النمو الناتج المحلي الإجمالي والتي كان لها دور هام في التمهيد لحدوث الأزمات المالية.

7- سياسات سعر الصرف:

يلاحظ أن أن الدول التي انتهجت سياسة سعر الصرف ثابتة كانت أكثر عرضة للصدمات الخارجية. ففي ظل هذا النظام يصعب على السلطات النقدية أن تقوم بدور الملاذ الأخير للاقتراض بالعملات الأجنبية حيث أن ذلك يعني فقدان السلطات النقدية لاحتياطياتها من النقد الأجنبي وحدثت أزمة سيولة. ويتمنح عن أزمة السيولة ظهور العجز في ميزان المدفوعات ومن ثم النقص في عرض النقود وارتفاع أسعار الفائدة المحلية، ما يزيد من الضغوط وتفاقم حدة الأزمة المالية على القطاع المصرفي. وفي المقابل، وعند انتهاج سياسة سعر الصرف المرن فإن حدوث أزمة السيولة سوف يؤدي إلى تخفيض قيمة العملة وزيادة في الأسعار المحلية مما يؤدي إلى تخفيض قيمة أصول وخصوم المصارف إلى مستوى أكثر اتساقاً مع متطلبات الأمان المصرفي.¹

¹ التوازي ناجي، الأزمات المالية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، المعهد العربي للتخطيط، العدد 29، 2004، ص 4-8

المطلب الثاني: المؤشرات الاقتصادية للأزمات المالية

في حقيقة الأمر لا توجد مؤشرات واضحة للدلالة على حدوث الأزمات مستقبلا بشكل يقيني، وإلا أمكن معالجة الموقف بمجرد ظهورها، ومن ثم إمكانية تجنب الأزمة، بل هناك مجموعة من المؤشرات الدالة فقط على مواقف تتسم بتزايد مخاطر التعرض للأزمات، والمنهج المستخدم هو بناء نظم للإنذار المبكر، والتي تعتبر أداة دائمة ومستمرة للتوجيه والإنذار والتحذير لمتخذي القرار وواضعي السياسات باحتمال تعرض الاقتصاد لأزمة مالية أو أزمة عملة، وتقوم بتعريفهم باحتمالات الحدوث في وقت مبكر قبل وقوع الحدث لاتخاذ ما يلزم من سياسات وإجراءات وقائية أو مانعة من وقوع الأزمات، وتساعد نظم الإنذار المبكر عموما فيما يلي:¹

✓ التقييم المستمر لنظم المؤسسات المصرفية في شكل إطار أو هيكل رسمي للتقييم سواء عند الفحص أو بين فترات الفحص.

✓ التعرف على المواقع داخل المؤسسات التي يحتمل أن تكون فيها مشاكل أو تقع فيها بعض الاختلالات.

✓ المساعدة في تحديد أولويات الفحص والتخصيص الأمثل للموارد الإشرافية والتخطيط المسبق للفحص.

✓ الاهتمام والتوقيت السليم من قبل المشرفين على البنوك.

كما أن هناك العديد من المخاطر في أنشطة البنوك ومهمة نظم الإنذار المبكر والمؤشرات المالية الرائدة هي توجيه النظر لهذه المخاطر، وتشمل مخاطر السوق، مخاطر الائتمان والسيولة، إضافة لمخاطر التشغيل أو مخاطر الأعمال ويساعد الاكتشاف المبكر لهذه المخاطر واضعي السياسات في اتخاذ إجراءات وقائية لمنع حدوثها أو الحد من الآثار المترتبة عليها بتقليل الخسائر لأدنى حد ممكن إذا لم تكن هناك إمكانية لتجنب هذه المخاطر.

يتسع نطاق المتغيرات، ويتوقف اختيار بعضها دون البعض الآخر على فهم كل شخص لأسباب الأزمة، فإذا كان الاعتقاد السائد أن أسبابها مالية، فسوف يعتمد على العجز المالي، الاستهلاك الحكومي، الائتمان المصرفي للقطاع العام... وغيرها، أما إذا كان الاعتقاد بأن مشكلات القطاع الخارجي مسؤولة أكثر من غيرها في حدوث الأزمات، فإن الأولوية سوف تعطى لمؤشرات أخرى مثل سعر الصرف الحقيقي، ميزان الحساب الجاري، تغيرات معدل التبادل التجاري، تغيرات معدل التبادل الدولي، تفاوت أسعار الفائدة المحلية وغيرها.² وقد أظهرت العديد من الدراسات التي شملت دول متقدمة ومتخلفة على أن سلوك بعض المتغيرات الاقتصادية قد اختلفت عن سلوكها المعتاد قبل حدوث الأزمة المالية بسنة أو سنتين.

ويمكن تصنيف المؤشرات الاقتصادية الدالة على إمكانية تعرض الدولة لأزمات أو هزات في سوق الأوراق المالية والأسهم والعملات في صنفين هما:

✓ المؤشرات المتصلة بالسياسات الاقتصادية الكلية.

✓ المؤشرات المتصلة بالخصائص الهيكلية للأسواق المالية.

¹ إسماعيل الطوخي، التنبؤ المبكر بالأزمات المالية باستخدام المؤشرات المالية القائدة، ص 6-7

2014/04/20 تاريخ الاطلاع: (www.kantakji.com/fiqh/Files/Manage/104.doc)

² زايدي عبد السلام، مفران يزيد، الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على الاقتصاديات العربية، دراسة حالة الجزائر، تونس، المغرب، ليبيا، مصر، الملحق الدولي سوق الازمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي حميس مليانة، الجزائر يومي 5-6 ماي 2009، ص 8.

ويمكن توضيح المؤشرات الاقتصادية لكل صنف في الجدول الموالي:

الجدول رقم (01): المؤشرات الاقتصادية التقليدية الدالة على وقوع الأزمات المالية

الخصائص الهيكلية أو البنوية	التطورات في الاقتصاد الكلي
- غلبة الأصول المالية عالية المخاطر على أسواق الائتمان	- ارتفاع معدل التضخم
- إطار ضعيف في الجهاز الإداري للإشراف على أسواق المال وقطاعات البنوك	- نمو سريع في التدفق النقدي
- غياب الشفافية والإفصاح عند عرض القوائم المالية للمؤسسات الاقتصادية	- انخفاض حقيقي لمعدل نمو الصادرات
- ارتفاع حجم الديون الخارجية قصيرة الأجل	- عجز مال متزايد
- ارتفاع معدل التغيير للديون الخارجية	- ارتفاع معدل التبادل بالنسبة للاتجاه السائد
- سيطرة بعض المؤسسات على الأسواق المالية وما ينجم عن ذلك من سهولة تحكمها في السوق	- النمو السريع في الإعتمادات المالية المحلية كنسبة مئوية من الناتج القومي الإجمالي
- سيطرة بعض الصناعات على سوق الأوراق المالية	- ارتفاع نسبة القروض غير المنتجة إلى إجمالي قيمة المحلية
- انخفاض معدلات التبادل	- ارتفاع نسبة العجز في الحسابات الجارية كنسبة مئوية من الناتج القومي الإجمالي
- قطاع التصدير أكثر تركيزا	- نمو الديون الخارجية وزيادة الديون في العملات الأجنبية
- الرقابة على دخول السوق والخروج منه	- انخفاض قيمة الاحتياطي النقدي العالمي
	- انخفاض نسبة النمو الاقتصادي
	- ارتفاع معدل الأسعار والأرباح
	- ارتفاع معدلات الفائدة المحلية وارتفاع معدل البطالة

المصدر: عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، العولة المالية وإمكانات التحكم، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2005، ص 39

وبحسب الجدول أعلاه فإن كل مؤشر من هذه المؤشرات يضم مؤشرات تفصيلية وذلك حسب ظروف كل دولة وطبيعة نظامها المصرفي، ومدى وفرة وجودة البيانات المنشورة عن الجهاز المصرفي، غير أن معظم نظم الإنذار المبكر جاءت من واقع الدول الصناعية المتقدمة وبالتالي قد لا تتلاءم هذه النظم مع ظروف الدول النامية، لذا اهتمت بعض الدراسات بتطوير هذه النظم والمؤشرات لتتلاءم ظروف الدول النامية واختيار مؤشرات أكثر صدقا وتعبيرا عنها.¹

¹ عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، العولة المالية وإمكانات التحكم، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2005، ص 39.

المطلب الثالث: نماذج الأزمات المالية

يسمح التحليل التحريبي للأزمات المالية بالتمييز ما بين ثلاثة أنواع من النماذج المفسرة لها، والتي سوف نعرض جانبها النظري فيما يلي:

1- النماذج من الجيل الأول (Les Modèles de première génération)

حاول كل من " krugman " (1979) و " garber " (1984) تفسير أزمات ميزان المدفوعات التي حدثت خلال سنوات (1970-1980)، مثل أزمة المكسيك (1973 - 1982) وأزمة الأرجنتين (1978 - 1981). حيث تسمح النماذج من الجيل الأول بتفسير الأزمات المالية من خلال عاملين:

✓ تدهور أساسيات الاقتصاد الكلي (fondamentaux maco-économiques)

✓ العجز المستمر في ميزان المدفوعات.

يمكن أن يتسبب هذان العاملان في عدم استقرار سوق النقد أو مشروع الميزانية بصورة مستمرة، بالإضافة إلى انخفاض مخزون احتياطي الصرف، ففي نظام سعر الصرف الثابت ينتج عن ارتفاع في التضخم تدهور قيمة العملة المحلية فتضطر في هذه الحالة السلطات النقدية (البنك المركزي) إلى شراء عملتها بالاعتماد على احتياطي الصرف، الذي يتمخض عنه تراجع تدريجي لحجم هذا الأخير حتى الوصول إلى أدنى مستوى. كما تشير هذه النماذج أن نشوب الأزمات المالية لا يرجع إلى ظواهر عشوائية، بل نتيجة السياسات الاقتصادية الكلية المتبعة من طرف الدولة، والتي ينتج عنها فقدان ثقة الأعوان الاقتصاديين (أصحاب الأصول)، الأمر الذي يؤدي إلى حدوث أزمة أكيدة.

كما تهدف هذه النماذج إلى إثبات أن نشوب الأزمة يرجع إلى عدم الاتساق بين أساسيات الاقتصاد الكلي وسياسة سعر الصرف (ثبات سعر الصرف) وليس نتيجة لاعقلانية الأعوان الذين يؤدون دور جد مهم في النماذج من الجيل الثاني. وفي الأخير نستنتج أن النماذج من الجيل الأول تفسر أسباب نشوب الأزمات المالية في عدم توافق التوسع النقدي مع نظام أسعار الصرف الثابتة.

2- النماذج من الجيل الثاني (Les modèles de deuxième generation)

ظهرت هذه النماذج في سنوات التسعينيات، وفقا للدراسة التي قام بها "Eichengreen" و "Wyplosz" (1993) حول التجارب الأولى للعوامة المالية في الدول المتقدمة، واتبعوا فيما بعد بـ "Obstfeld" (1994 - 1996) الذي قام بتحليل أزمة آلية الصرف الأوربي (MCE).

يرجع سبب حدوث الأزمات المالية حسب هذه النماذج إلى التوقعات الذاتية

(anticipation auto réalisatrice)، للأعوان الاقتصاديين، عموما نحدث هذه التوقعات لما يؤدي التوقع بارتفاع الأسعار إلى الإفراط في شراء الأصول لغرض المضاربة والذي يتمخض عنه الارتفاع الفعلي للأصول، أو عند التوقع بأن اقتصاد ما سوف يخرج من الكساد، وبالتالي ارتفاع مداخيل الأفراد يولد زيادة في الاستهلاك والاستثمار، وبالتالي زيادة الطلب الذي يؤدي فعلا إلى خروج الاقتصاد من الانكماش.¹

¹ نسيمة حاج موسى، الأزمات المالية الدولية واثارها على الاسواق المالية العربية مع دراسة حالة أزمة الرهن العقاري، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية جامعة

فالسؤال الرئيسي هنا ليس معرفة ما إذا كانت الأزمة مفسرة بتدهور أساسيات الاقتصاد الكلي، في الوقت الذي يتفق عليه العديد من الاقتصاديين أنها تؤدي دور في نشوبها، بل معرفة ما إذا كان تدهور أساسيات الاقتصاد الكلي تؤدي حتما إلى أزمة، وهنا نتكلم على الأزمة التي تحدث ذاتيا (les crises Auto Réalisatrices).

وللفهم الجيد لأزمة المكسيك 1994، افترض "Tornell"، "Sachs" و "Velasco" (1996) أن الأزمات تحدث ذاتيا في إطار نقص مصداقية سياسة الصرف، فأثبتوا أن النماذج من الجيل الثاني تظهر توازنات متعددة تحدث ذاتيا، وأن المضاربة ترفع تكلفة الدفاع عن سعر الصرف.

مثال: دولة تعتمد على الارتكاز النقدي كنظام لسعر الصرف، وبالتالي تحاول في هذه الحالة المحافظة على قيمة العملة عن طريق السياسات الاقتصادية الكلية، ولكن إذا رفعت المضاربة تكلفة الحفاظ على الارتكاز النقدي، فتضطر الدولة في وقت لاحق إلى التخلي عنه، وبالتالي تكون توقعات المضاربين قد حدثت ذاتيا. وعليه نلاحظ أن ترك السوق حرا لا يقود بالضرورة إلى التوازن حتى إذا كانت كل السياسات الاقتصادية الكلية سليمة.

كما سبق الإشارة إليه، يمكن التنبؤ بالأزمات المالية في النماذج من الجيل الأول، أما من الجيل الثاني فتعتبر الأزمات المالية ظواهر عشوائية، وبالتالي لا يمكن التنبؤ بها، فتدهور أساسيات الاقتصاد الكلي لا تعتبر أهم عنصر في نشوب الأزمات، فيمكن المضاربين اختيار أي عملة لمهاجمتها، وبمعنى آخر يمكن أن تحدث أزمة مالية بمعزل عن تدهور أساسيات الاقتصاد الكلي، وفي هذه الحالة تنتهج السياسات الاقتصادية الكلية على حساب الصدمات التي تؤثر على الاقتصاد.

وفي الأخير نستنتج أن المضاربة على ارتفاع أو انخفاض قيمة عملة دولة ما يمكن أن تحدث اضطرابات على مستوى الاقتصاد الكلي. وعلى الرغم من أهمية النماذج من الجيل الثاني في تفسير الأزمات، إلا أنها ظهرت عاجزة على تفسير أزمة جنوب شرق آسيا (1997-1998)، مما أدى إلى ظهور نماذج من الجيل الثالث.

3- النماذج من الجيل الثالث (Les modèles de troisième génération)

ظهرت هذه النماذج من الأزمات المالية بعد أزمة جنوب شرق آسيا (1997-1998) من قبل "Pesenti" و "Tille" (2000) و "Krugman" (2001)، والتي بدأت بانخفاض البات التيلاندي في جويلية 1997، ثم انتشرت إلى باقي دول المنطقة الآسيوية.

حسب "Flood et Marin" سنة (1999) تسمى هذه النماذج في بعض الأحيان بالنماذج ما بين الأجيال (modèles intr-génération) لأنها تجمع ما بين نماذج من الجيل الأول ونماذج من الجيل الثاني، عموما تمتاز هذه النماذج بنقص المعلومات (information imparfaite) في الأسواق المالية وبهشاشة الجهاز المصرفي. تفسر الأزمة الآسيوية وفق هذه النماذج كما يلي:

يرجع سبب السيولة في الاقتصاديات الناشئة إلى الدخول المفرط لرؤوس الأموال، ما أدى إلى ارتفاع حجم القروض المحلية، ولكن نتج عن سوء تقدير مخاطر القروض ارتفاع حجم الديون المشكوك في تحصيلها في ميزانية البنك، مما أدى إلى فرض قيود على الائتمان كنتيجة لانخفاض السيولة في البنوك وكذا تدهور ثروة عدد كبير من المقترضين، فتحولت الأزمة البنكية إلى أزمة سعر الصرف، بسبب التوقف الهائل لتدفقات رؤوس الأموال على شكل قروض مصرفية قصيرة الأجل بالعملة الصعبة، فتدهور احتياطات النقد الأجنبي الذي ساهم بدوره في انخفاض سعر الصرف.¹

¹ نفس المرجع السابق، ص 44.

يعتبر مفكري هذه النماذج أنه لا يمكن الفصل ما بين أزمة سعر الصرف والأزمة البنكية، ومن هنا ظهر مصطلح الأزمة مزدوجة (le crise jumelle) والتي تحدث بالتفاعل ما بين المضاربة على العملة المحلية وسلسلة من الإفلاس البنكي، وبالتالي تجمع ما بين انخفاض ثقة الأعوان الاقتصاديين في نظام سعر الصرف، وسيولة الوسطاء الماليين، فالتحليل النظري الذي قام به "valasco" سنة 1987 يشير إلى أن أزمة بنكية تؤدي إلى أزمة سعر الصرف بواسطة الإفراط في الإصدار النقدي للعملة المحلية.

بالإضافة إلى كل ما سبق، فإن النماذج من الجيل الثاني والأول لا تؤخذ بعين الاعتبار وضعية البنوك والتي تعتبر عنصر مهم في تفسير الأزمة، فحسب "Kaminsky" و "Reihart" 56% من الأزمات البنكية تتبع بأزمات ميزان المدفوعات، وأبرز مثال على ذلك أزمة جنوب شرق آسيا، لذا تركز النماذج من الجيل الثالث على عمل الجهاز المصرفي مثل "Krugman" (1998)، "setti" (1998) "Pesenti" ، "Roubini" (1999) الذين يركزون على نقاط ضعف النظام المصرفي والمالي ودور المخاطر المعنوي في شرح الأزمة الآسيوية.

كما يركز بعض الاقتصاديين الآخرين على أزمة السيولة مثل "Diamond" ، "Chang Velasco" ، والذي يرون أن الأزمة تكمن في الازدهار المصرفي، والذي يتجلى في الدخول المفرط لرأس المال يليها السحب المفاجئ والذي ينتج عنه مشكلة سيولة و إفلاس البنوك.¹

¹ نفس المرجع السابق، ص45.

المبحث الثالث: إدارة الأزمات المالية وكيفية التنبؤ بها

إن الآثار السلبية التي قد تنجر عن الأزمات المالية قد تبين وتؤكد مدى أهمية بل ضرورة التنبؤ. يمثل هذه الأزمات وكيفية إدارتها وذلك قصد اتخاذ الإجراءات اللازمة في الوقت المناسب، هذه الإجراءات التي قد تمكن من تجنب الصعوبات المالية التي قد تظهر لاحقاً.

وقد تم تقسيم هذا المبحث الى ثلاث مطالب:

المطلب الأول: مفهوم وآليات إدارة الأزمات.

المطلب الثاني: التنبؤ بالأزمات المالية.

المطلب الثالث: الوظائف الإدارية لمعالجة الأزمات.

المطلب الأول: مفهوم وآليات إدارة الأزمات

يعتبر علم إدارة الأزمات أحد العلوم الإدارية الحديثة التي ازدادت أهميتها في عصرنا الحالي، وهو متصل بكافة العلوم الإنسانية كعلم الاقتصاد وعلم النفس وعلم الاجتماع وغيرها، حيث يأخذ منها ويضيف إليها الجديد الذي تحتاجه وهو في ذات الوقت علم المستقبل والتكيف مع المتغيرات شديدة التعقيد.

1- مفهوم إدارة الأزمات:

يعرف علماء الإدارة إدارة الأزمات استناداً لكونها نشاط سابق لظهور الأزمة بأنها: "عملية إدارية مقصودة تقوم على التخطيط والتدريب بهدف التنبؤ بالأزمات والتعرف على أسبابها الداخلية والخارجية، وتحديد الأطراف الفاعلة والمؤثرة فيها، واستخدام كل الإمكانيات والوسائل المتاحة للوقاية من الأزمات أو مواجهتها بنجاح بما يحقق الاستقرار ويتجنب التهديدات والمخاطر، مع استخلاص الدروس واكتساب خبرات جديدة تحسن من أساليب التعامل مع الأزمات في المستقبل".¹

كما تعرف إدارة الأزمات على أنها منهجية التعامل مع الأزمات في ضوء الاستعدادات والمعرفة والوعي والإدراك والإمكانيات المتوافرة والمهارات وأنماط الإدارة السائدة.² ومنه فإن إدارة الأزمات هي سلسلة الإجراءات الهادفة إلى السيطرة على الأزمة والحد من تفاقمها والعمل على تجنب تحول النزاع إلى صراع شامل بتكلفة معينة.

وهناك لبس بين مفهوم إدارة الأزمات والإدارة بالأزمات فالأزمات يطلق على الإدارة بالأزمات علم صناعة الأزمة للتحكم والسيطرة على موقف ما بإفعال الأزمات أي أنه يتم إفعال الأزمات للتصويب والتغطية على مشاكل قائمة في النظام أي استعمال هذه الأزمات المفتعلة كستار من الدخان لإخفاء الفشل الإداري أو للاستمرار في عمليات النهب المنظم لمقدرات الكيانات الإدارية التي يشرفون عليها. فإدارة الأزمات هي أسلوب تستخدمه المنظمات والدول والحكومات لفرض مصالحهم وإملاء إرادتهم وتأكيد قوتهم بل ولتحقيق أهدافهم الخفية طويلة المدى التي لا تستطيع الإعلان عنها وحتى مجرد التنويه عنها فعملية الإدارة بالأزمات قد تكون لها نتائج إيجابية وخير مثال على ذلك ما يلجأ إليه بعض التجار من خلق الأزمات في بعض السلع التي يحتكرونها من خلال تخزينها وقلّة عرضها لتعطيش المستهلك لها وإشاعة أن هناك أزمة في إنتاج هذه السلع مما يدفع المستهلكين إلى البحث عنها وشراؤها بأكثر من احتياجهم وهنا يقوم هذا التاجر بعرضها سرا لتحقيق أرباح طائلة ورغم أن هذا الأسلوب قائم على المكر والخداع وممارسة كافة الضغوط لتحقيق جملة أهداف وليس هدفاً واحداً إلا أنه في الحقيقة مدمر لكل من التاجر والمنتج لهذه السلع كون المستهلك في هذه الحالة ونتيجة لقلّة العرض وارتفاع الأسعار سيقوم بالبحث عن البديل كما أنه في ذات الوقت

¹ محمد شومان، الإعلام والأزمات مدخل نظري وممارسات عملية، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، القاهرة، 2002، ص 23 24.

² محمد الصيرفي، إدارة الأزمات، مؤسسة حورس الدولية، الإسكندرية، 2007، ص 28.

سيشجع بعض المنتجين الجدد الدخول إلى السوق وإنتاج هذه السلعة بمواصفات وأسعار أفضل للمستهلكين.¹ في حين أن إدارة الأزمات هي الإدارة التي تستخدم مجموعة الخطط والإجراءات العلمية التي تهدف إلى مواجهة الأزمة واحتوائها، من خلال تخطيطها وتنظيمها وتوجيهها والرقابة عليها قبل وقوعها وأثناء حدوثها وبعدها. وتتميز إدارة الأزمات بما يلي:²

إن إدارة الأزمات هي مسؤولية جماعية تنتمي إلى العمل الجماعي الذي تتداخل وتتمازج فيه أدوار ونشاطات أجهزة وكيانات متعددة.

إن التكوين التنظيمي القائم على البنية الوظيفية بما فيه من تجزئة للاختصاصات والمسؤوليات وبما يكتنفه من محدودية وبطء في الاتصالات لا يمكنه معالجة الأزمات.

إن التنسيق التنظيمي لإدارة الأزمات ينبغي أن يبنى على منظومة تتفاعل فيها نشاطات وجهود كل الكيانات والخبرات ذات العلاقة لإدارة الأزمة وأن يتسم بالمرونة بالقدر الذي يسمح له بالتكيف مع التغيرات التي تستجد مع الأزمات.

2-آلية إدارة الأزمات:

وهنا نتعرض لآلية إدارة الأزمات بصفة عامة باعتبار نفس آلية إدارة الأزمات المالية، حيث يتم التعامل مع الأزمات من خلال عدة أوجه، وفق سياسة متعددة الاتجاهات في ثلاث مراحل:³

أ-مرحلة ما قبل الأزمة: Before the crisis

وتشمل هذه المرحلة وضع نظم للإنذار المبكر ترصد وتحلل البيانات والإشارات التي تسبق الأزمات، وتطوير خطة الطوارئ. وتتضمن أيضاً هذه المرحلة تحديد المخاطر والفرص والتفكير فيما هو غير مألوف، ومن الضروري أيضاً في هذه المرحلة محاولة تجنب الأزمة، فلا بد من الإعداد لإدارتها جيداً من خلال وضع خطط الطوارئ، واختيار أعضاء فريق إدارة الأزمات، وتوفير اتصالات مناسبة، والتدريب على هذه الخطط. من هنا يمكن القول أن هذه المرحلة تنطوي على تحليل المخاطر المحتملة، وتقدير الإمكانيات المتاحة وتحديد الإجراءات المناسبة، وتدريب الأفراد على القيام بأدوارهم.

ب-مرحلة أثناء الأزمة: During the crisis

وهذا يعني وقوع الخطر الذي كان متوقعا، أو ذلك الخطر غير المتوقع، وبدت آثاره نحطم الممتلكات وتدمر البنية الأساسية لحياة الإنسان، وتدمر كل شيء أمامها بدون استثناء وهنا يمكن التعامل الدقيق وتنفيذ الخطط وإبراز المهارات الإبداعية في تفعيل الموقف والوقوف على الأزمة والتعامل معها في صبر وشجاعة وتضحية ومثابرة، وتكاثف الأعمال والإمكانيات بحيث يمكن التصدي لتحديات الأزمة وخوض معركة حاسمة مع الحدث والذي جاء بمثابة رد فعل لها.

وفي هذه الحالة يأتي دور المعنيين محوريا للقيام بعمليات المواجهة والقيام بعمليات التدخل المباشرة في الأحداث التي عادة ما تكون كبيرة الحجم وحادة التأثير تضرب ما يقع في نطاقها وتحيله دمارا وخرابا. حيث يجب على المعنيين تقدير حجم الأزمة ومن ثم تقييم الموقف ثم تحديد عناصر المواجهة من قوى بشرية أو آلية أو أجهزة ومعدات التي تتناسب مع نوعية الكارثة، وضمن هذا الدور يبرز المعنيين كمنسق لأدوار الجهات الأخرى وتفصيل مشاركتها كل حسب تخصصه، وما تحت يديه من الإمكانيات وما يستطيع توفيره فيما بعد لتأتي عمليات التدخل واقعية مبنية على أسس فعلية حسب ما تفرزه الخطة وتفرضه الترتيبات السابقة

¹ محمود محمد العجلوني، إدارة الأزمات في القطاع المصرفي في إقليم الشمال "دراسة ميدانية" المؤتمر الثالث حول "الأزمة المالية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول" (التحديات والأفاق المستقبلية)، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة الإسراء، الأردن، (2009/04/29،28)، ص 9.

² محمد الصيرفي، مرجع سبق ذكره، ص 13.

³ بلال خلف السكارنة، خطط الطوارئ ودورها في إدارة الأزمات المالية، المؤتمر العلمي الثالث حول "الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول"، كلية العلوم الإدارية والعلمية، جامعة الإسراء، الأردن، (2009/04/29،28)، ص: 14.

المنسقة مع تلك الجهات للتدخل الفوري لتقليل الأخطار المترتبة عن الأزمة، وما هي أولويات العمل، مما يفترض أن يكون قد فصل تفصيلاً دقيقاً في خطة سابقة.

ج-مرحلة ما بعد الأزمة: After the crisis

وهي المرحلة التي بدأت فيها الأوضاع تستقر، وتوقفت عمليات التدخل لتبدأ عملية أخرى وهي عمليات إعادة الأوضاع إلى حالتها الطبيعية، أو عمليات إعادة البناء وإصلاح الأضرار التي تترتب عن الأزمات المالية، واستخلاص الدروس المستفادة من أجل التعلم. وتحتاج هذه المرحلة إلى جهود كبيرة وعمل متواصل لإنجازها فما بني في سنين هدمته الأزمة في لحظات، وما استنفذ مبالغ من طائل المال أزيل في قصير سابيع الوقت.¹

¹ نفس المرجع السابق، ص15.

المطلب الثاني: التنبؤ بالأزمات المالية

إن الآثار السلبية التي قد تنجر عن الأزمة المالية، قد تبين وتؤكد على مدى أهمية بل ضرورة التنبؤ. يمثل هذه الأزمة، وذلك قصد اتخاذ الإجراءات في الوقت المناسب. هذه الإجراءات التي قد تظهر لاحقا. فعملية التنبؤ هذه تعني إيجاد مؤشر أو عدة مؤشرات قد تسمح بالكشف والتحذير عن إمكانية وقوع أزمة مالية مستقبلا. فحسب (Minsky) فاحتمال وقوع أزمة مالية مستقبلا يرتفع كلما ابتعدنا زمنيا عن آخر أزمة مالية قد حصلت في وقت مضى. ويرجع هذه الظاهرة، للتغير الذي قد تشهده تصرفات الأعوان (كالتماطل وعدم الصرامة المتزايدين زمنيا لدى البنوك في منحها للقروض ... الخ).

إضافة إلى (Minsky)، فثمة هناك مؤلفين آخرين قد حاولوا اقتراح جملة من الطرق قصد التنبؤ بوقوع الأزمة المالية فحسب (S. sharma) يوجد صنفين من الطرق empirique والتي تسمح بانتقاء جملة من المتغيرات قد تستعمل كمؤشرات للتنبؤ باحتمال وقوع أزمة مالية مستقبلا. فالصنف الأول من هذه الطرق يتمثل في مقارنة قيم متغيرة معينة قبل حدوث الأزمة وقيمتها في فترة أخرى عادية.

وقد تعتبر المتغيرة بمثابة مؤشر مفيد للتنبؤ إذا كانت تبدي تصرف غير عادي وذو خصوصية معينة قبيل الوقوع الفعلي للأزمة المالية، طبعاً لكي تكون هذه المتغيرة ذات مصداقية يجب أن لا تكون في مقابل مصدر شارات تحذيرية مزيفة faux signaux. هذا وتعتبر هذه الطريقة بسيطة نسبياً كونها تدرس كل متغيرة على حدى.

أما الصنف الثاني من طرف التنبؤ، فيتمثل في استعمال النماذج القياسية قصد تقدير احتمال وقوع الأزمات المالية وإدراك المتغيرات التي من شأنها أن تكون مؤشرات للتنبؤ. ويعتبر العنصر الإيجابي في هذه الطريقة كونها تستعمل عدة متغيرات في آن واحد. هذا، ويجب أن نشير أننا نأخذ بعين الاعتبار في هذه الطريقة المتغيرات ذات الدلالة الإحصائية فقط. وفي الحقيقة فكلا الطريقتين تصادفهما صعوبة قصوى. فقصد تحديد أو تعيين وتمحيص المتغيرات التي قد تشكل مؤشرات تنبؤية، فمن الضروري وجود عدة ملاحظات لما يعرف بلفظ الأزمة المالية، في حين أن الواقع هو ليس كذلك، فمثل هذا القدر من المعلومات قد تكون غير متوفرة. بالرغم من هذا يقترح (S. sharma) بعض المتغيرات التي من المحتمل أن تشكل مؤشرات مفيدة للتنبؤ بالأزمات المالية ألا وهي:

نمو الاستدانة الداخلية، ارتفاع مديونية القطاع العام، المغالاة أو التقييم المفرط surévaluation لسعر الصرف الحقيقي، ارتفاع معدل النقود بالمعنى الواسع بالنسبة للاحتياطيات بالعملة الأجنبية، تسارع التضخم الداخلي، تباطؤ الاستثمار الأجنبي المباشر، ارتفاع أسعار الفائدة في الدول المصنعة أو المتطورة، ظهور عجز تجاري مزمن، ارتفاع العجز الميزاني وتباطؤ نمو الناتج الداخلي الإجمالي الحقيقي. هذا، ويضيف المؤلف بعض المتغيرات التي من المحتمل أن تكون خاصة بالتنبؤ بالأزمات البنكية: ارتفاع تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل، ارتفاع المديونية الداخلية، تباطؤ النشاط الاقتصادي، انخفاض مؤشرات الأسواق المالية (أو أسعار الأصول في الأسواق المالية) وأسعار بقية الأصول الأخرى.¹

الازمات المالية تؤثر في النشاط الاقتصادي من خلال قناتين أساسيتين: التأثيرات المباشرة في طلب الأعوان الاقتصاديين، وتقييد منح القروض من طرف النظام البنكي، أي أزمة الائتمان.²

¹ أيت بشير عمار، مرجع سبق ذكره، ص31-32

² أوكيل نسيم، بوكساني رشيد، مصباح أحمد، الأزمة المالية في منطقة الأورو: أسباب نشوؤها وانتشارها، بحوث اقتصادية عربية، العددان 61-62/شباط-ربيع 2013، جامعة بومرداس الجزائر، ص11.

لقد سبقت الإشارة إلى كون بعض الاقتصاديين (لاسيما النقديون)، قد اعتبروا أن مفهوم الأزمة المالية ينطبق في الأزمة على الأزمة البنكية. فحسب (D.Lacoue-Labarthe) إفلاس (أو عدم القدرة على الدفع) البنوك والوسطاء الماليين قد تعتبر مرحلة أساسية في أي أزمة مالية. وعلى ضوء هذا، فقد تكون عملية التنبؤ بالأزمات البنكية مفيدة في التنبؤ بالأزمات المالية بشكل عام. في هذا الإطار، واستنادا إلى (B. Gonzalez-Hermosillo)، تتبع الدراسات الحالية المخصصة للأزمات البنكية، على العموم، منهجين أساسا:

فإحدهما تحاول تفسير الأزمات انطلاقا من معطيات خاصة بالبنوك التي مستها الأزمة البنكية، في حين أن المنهجية الثانية تتمثل في محاولة تبيان دور بعض المتغيرات المتعلقة بالاقتصاد الكلي في الأزمات البنكية ومدى ملائمة هذه العوامل للقيام بعملية التنبؤ، قام المؤلف بإسقاط المنهجتين على تحليل ثلاثة (3) مخاطر قد يتعرض لها أي بنك:

✓ **خطر السوق *risque de marché***: والذي يظهر نظرا للتغيرات التي قد تعرفها الأسواق، الأمر الذي قد يؤثر على قيمة أصول البنك (تتعرض البنوك لمثل هذا الخطر خاصة عندما تركز قروضها على قطاعات شديدة الحساسية للدورة الاقتصادية أو بالأحرى للوضع الاقتصادي *conjoncture économique*).

✓ **خطر التوقيع *risque de signature***: أو ما يعرف كذلك بخطر المقابل *risque de contre-partie* وهو خطر أن لا تكون لدى المدينين القدرة أو الرغبة على دفع أو تعويض ديونهم في الأجل المحدد (هناك في هذه الحالة خطر مرتبط بالمدنيين، خطر مرتبط بالفرع المدين وخطر يرتبط بظهور أزمة معممة على كافة الاقتصاد الوطني).

✓ **خطر السيولة *risque de liquidité***: هو خطر تزايد سحب الودائع البنكية وعدم كفاية الأصول البنكية السائلة التي تسمح للبنوك بتغطية هذه السحوبات.

وقصد القيام بعملية انتقاء من العوامل المرتبطة بالاقتصاد الجزئي (أي تلك الخاصة بالبنوك) والعوامل المرتبطة بالاقتصاد الكلي، تلك التي من المحتمل أن تستعمل كمؤشرات للتنبؤ، قامت (B. Gonzalez-Hermosillo) بتطبيق هاتين الطريقتين (أو المنهجتين) على خمس (5) حالات من الأزمات البنكية الحديثة (ثلاث حالات في الولايات المتحدة، المكسيك 94-95، كولومبيا 82-87)، ولقد خرجت بالملاحظات التالية:

1. لقد سجل ارتفاع في الحقوق أو القروض المشكوك في استرجاعها أو تحصيلها (لاسيما نظرا لأخطاء في التسيير) وانخفاض في نسبة الأموال الخاصة لدى البنوك، فترة قصيرة قبل وقوع هذه الأخيرة في حالة إفلاس.
2. من خلال الحالات المدروسة، تبين أن احتمال إفلاس النظام المحسوب على أساس نسبة تغطية المخاطر *ratio de couverture des risques*، كان بشكل عام، مؤشر صحيح للتنبؤ بالأزمات البنكية. وتسمح هذه النسبة بالكشف عن البنوك التي تعرف صعوبات عندما تصل قيمة هذه النسبة إلى حد معين.
- فعلى سبيل المثال، ففي التنظيم الفرنسي، فنسبة التغطية تفرض أن تكون قيمة الأموال الخاصة الصافية تعادل 5% على الأقل من مجموع المخاطر المحسوبة والمرجحة حسب خصائص الخطر. وتتضمن هذه المخاطر، القروض المقدمة للزبائن، مساهمات في هيئات القرض ... الخ.¹
3. بالإضافة إلى استنتاج ارتفاع في نسبة الحقوق الموظفة وانخفاض نسبة رأس المال بالنسبة للأصول لدى البنوك المعنية يلاحظ أن خطر السوق وخطر السيولة يعتبران على العموم من أهم العوامل المؤدية إلى ظهور الصعوبات في البنوك قد

¹ أيت بشير عمار، مرجع سبق ذكره، ص 33-34

تصل إلى حد إفلاسها (لم تبين الأمثلة المدروسة بوضوح مسؤولية خطر التوقيع **risque de signature** في إفلاس البنوك).

على الخصوص، بينت الأمثلة المدروسة أن البنوك التي عرفت صعوبات (عدم الملاءة، قلة السيولة، ... الخ) كان لها تعهدات أكبر، بالنسبة للبنوك الأخرى، في مجالات كانت قد عرفت فيما سبق فترة رقي قبل الدخول في مرحلة تباطؤ قبيل وقوع الأزمات البنكية.

في الأخير، ومع تأكدها على ملائمة نسبة تغطية المخاطر **ratio de couverture des risques** كمؤشر للتنبؤ بالأزمات البنكية، تذكر (B. Gonzalez-Hemosillo) على أن المخاطر التي قد ينجر عنها أزمات بنكية وإفلاس البنوك، قد تكون مرتبطة بعوامل متعلقة بالاقتصاد الجزئي (أي خاصة بالبنوك المعنية) أو عوامل متعلقة بالاقتصاد الكلي (أي كأسعار الفائدة، أسعار الصرف ... الخ).

وانطلاقاً من هذه النقطة، حاول مؤلف آخر إعطاء تكملة أو تنمة للتحليل السابق. هكذا، يعتبر (D.C.Hardy) أن المؤشرات المنبئة المفيدة للتوقع بقدوم الأزمات المالية قد تصدر من النظام البنكي، من قطاعات أخرى أو تكون مرتبطة بالاقتصاد الكلي.

فيما يخص المؤشرات المنبئة بقدوم الأزمات البنكية التي قد تصدر من النظام البنكي، يقترح المؤلف المؤشرات التالية:

✓ مستوى رسملة **capitalisation** البنوك وقيمة رأسمالها:

لدى أي بنك، لا بد أن تكون قيمة رأس المال متناسبة مع المخاطر الناتجة عن عناصر الأصول. على هذا الأساس، لا بد أن يكون رأس المال البنك أكبر أي يكون البنك مرسل أكثر إذا كان يقدم قروض لقطاعات تعرف مردوديتها تقلبات معتبرة، راجعة لعوامل خارجية أو إذا كان البنك ينشط في اقتصاد يتميز بمعدل تضخم مرتفع ومتغير.

✓ تغير مستوى رسملة البنوك أو تغير قيمة رأسمالها **variation de la capitalisation**:

إن الانخفاض السريع لقيمة رأس المال البنك الناتج عن تسجيل خسائر هبة مؤشر عن ظهور صعوبات (قد تؤدي لعدم القدرة عن الدفع). نفس الشيء قد يقال عند ارتفاع حصة الديون المشكوك في تحصيلها أو الديون غير المنتجة، لاسيما وأن تردى نوعية الأصول قد تعتبر كعامل لظهور الأزمات النظامية **Crises systémiques**.

✓ تغير بنية أو تركيبة ميزانية البنوك **recomposition du bilan bancaire**:

لقد تبين في العديد من الحالات أن الأزمة البنكية تظهر بعد تسجيل ارتفاع سريع في حجم القروض المقدمة لبعض القطاعات، لاسيما العقار التجاري، والتي تعرف فترات أو دورات **cycles** ترتفع فيها الأسعار قبل أن تنخفض بسرعة.

✓ التغير السريع لآجال **échéance** أصول وخصوم البنك:

إن البنك الذي يلجأ أكثر فأكثر إلى وسائل تمويل قصيرة الأجل فصد تمويل أصول طويلة الأجل نسبياً، يكون أكثر عرضة للمخاطر. هذا، ويجب أن نشير أن عدم التناسق بين آجال الأصول والخصوم، قد يؤثر سلباً على قدرة البنك على دفع خدمة ديونه لدائنيه، الأمر الذي يتسبب في انتشار العدوى **contagion** في حالة ظهور صعوبات (وهو ما يرتبط بخاطر النظام).

بالرغم أن (D.C Hardy) قد اقترح هذه المؤشرات المرتبطة بالاقتصاد الجزئي (أي تخص البنوك المعنية)، لكنه يشير في المقابل أنه ثمة حالات لا تكون فيها هذه المؤشرات صادقة. ويعزى هذا إلى نوعية المعطيات (سواء أن التنظيمات قد لا تسمح¹ بالحصول على معلومات صادقة، أو أن البنوك نفسها هي التي تصدر، وبصفة إرادية، معلومات خاطئة حتى لا تؤثر سلباً على الثقة التي يضعها فيها المودعين). لهذا السبب، يقترح المؤلف استعمال بعض المعطيات المرتبطة بالاقتصاد الكلي، والتي بالرغم أنه غير

¹ نفس المرجع السابق، ص 35

موثوق من فعاليتها التامة **non fiable**، لكن في المقابل فهي متوفرة ومتاحة بسهولة نسبياً، كما أنها قد تسمح بالتنبؤ بالأزمات البنكية.

المطلب الثالث: الوظائف الإدارية لمعالجة الأزمات

يعتبر التعامل مع الأزمات المختبر الحقيقي الذي يكشف مدى كفاءة الإدارة، فالمواقف من الأزمات الصعبة هو الذي يحدد مدى خبرة أو معرفة وقدرة المديرين على مواجهتها، فالقدرة على رصد الأزمة وتحليلها واتخاذ القرار الإداري الصحيح والسريع لا نستطيع الحكم عليه إلا من خلال الأزمات وخاصة أن التعامل مع الأزمات له سمة خاصة يستمد خصوصيته من تداعيات وتأثيرات وعوامل أحداث اللحظة الحاضرة واحتمالات تدهور الموقف وتدمير الكيان الإداري بأكمله. ومن هنا يجب أن يخضع التعامل مع الأزمات بصفة عامة والأزمات المالية بصفة خاصة للمنهج الإداري العلمي لتأكيد عوامل النجاح وحماية الكيان الإداري من أي متغيرات وإفرازات غير محسوبة حاضراً ومستقبلاً. ويقوم المنهج الإداري السليم على الوظائف التالية:

1- التخطيط:

ويكون التخطيط لإدارة الأزمة من خلال وضع سيناريوهات تحدد ما يمكن أن يحدث، ووضع الخطط والبرامج وتجهيز القوى المادية والبشرية للتصدي للأزمة وهو ما يعني التحديد المسبق لما يجب عمله وكيفية القيام به ومتى ومن الذي سيقوم به. إن استخدام التخطيط كأداة منهجية لإدارة الأزمات يرفض الارتجالية والعشوائية في التعامل وهذا ما يتطلب وضوحاً في الأهداف والسياسات والإجراءات وتحديد الاحتياطات البشرية والمادية اللازمة لمواجهة الأزمات والتغلب عليها وكذا اختيار الوقت المناسب للتعامل مع الأزمة ومعالجة تداعياتها ونتائجها المرونة في التنفيذ.

2- التنظيم:

يتمثل التنظيم في التنسيق والتكامل بين الجهود المختلفة التي تتولى إدارة الأزمة¹ ومن هنا يتم التركيز على تحديد الأشخاص الموكلة إليهم الأعمال الخاصة بمعالجة الأزمات والمهام المرتبطة لكل منهم، وفي التنظيم يتم التركيز على ما يلي:

✓ فرق إدارة الأزمات ومكوناتها والتي تتمثل في:

المكان (غرفة اجتماع مجهزة).

الموارد البشرية (خبراء متخصصون في جميع المجالات).

التسهيلات (وسائل لإيضاح وأجهزة متوفرة للمعلومات).

الأفكار (منهج للتحليل والأفكار).

التنظيم (لجنة مؤقتة تلتقي في غرفة الاجتماع).

✓ تفويض السلطة:

يعتبر تفويض السلطة محور العملية الإدارية سواء في إدارة الأزمات أو في نطاق فريق المهام الخاص بالأزمة، فقد

تضطر أحداث الأزمة التي تواجه فريق مكافحة الأزمات إلى ضرورة اتخاذ القرارات السريعة والصائبة وبدون الانتظار لحضور الشخص المسؤول والذي يوقع هذا القرار ضمن اختصاصاته، خاصة أن أحداث الأزمة كانت في أكثر من موقع

ومستقلة عن بعضها، والقرار الإداري يجب أن يكون:

بسيطا وواضحا لكل أفراد فريق إدارة الأزمة.

ممكن تنفيذه في حدود الإمكانيات المتاحة لمدير الأزمة.

أن يتم إبلاغه إلى كافة المستويات الإدارية والتنفيذية دون عوائق وقبوض.

¹ محمود محمد العجلوني، مرجع سبق ذكره، ص: 10

أن يكون خاليا من الغموض حتى لا يحدث سوء إدراك وفهم يؤدي إلى تكاليف باهضة.

3-الاتصال والمعلومات:

لكي تتم مواجهة الأزمات بكفاءة فإنه من الضروري التحديد الواضح لخطوط الاتصال، ونوعية المعلومات والبيانات التي يتم تداولها من أجل التنسيق، وإدارة الاتصال بفاعلية داخل وخارج المنظمة. ولذلك يلعب الاتصال دوراً محورياً في التعامل مع الأزمات من أجل توضيح الحقائق، وتجنب انتشار الشائعات، وعدم خروج الموقف عن السيطرة. كما أن النجاح في إدارة الأزمات يتطلب مجموعة من العوامل يأتي في مقدمتها "المعلومات" وهي أهم عنصر لنجاح كافة الإجراءات المتخذة في جميع مراحل الأزمة بداية من التنبؤ بحدوثها، والقيام بعمليات التخطيط والتنسيق ثم تقييم البدائل واختيار أفضلها واتخاذ القرار المناسب للتعامل معها، وبالتالي الوصول إلى تحسين الأوضاع واستخلاص النتائج والخروج بالدروس المستفادة لاستعمالها مستقبلاً في إدارة أزمات مماثلة، وتحمل أجهزة المعلومات بكافة تخصصاتها وأنواعها المسؤولية الرئيسية لبناء قواعد المعلومات الأساسية وتحديثها وتزويد مراكز إدارة الأزمات بها في التوقيت المناسب بما يضمن الإدارة الناجحة للأزمة. ومنه تبرز أهمية الدور الذي تلعبه المعلومات من خلال النقاط التالية¹:

تجنب المفاجأة: حيث تحدث في حالة قصور المعلومات أو عدم دقة تقييمها أو عند عدم رفعها في الوقت المناسب إلى متخذ القرار.

سرعة اتخاذ القرار وتحقيق أهدافه: ويتجسد في عدم توفير الوقت الكافي لاتخاذ القرار وهو أيضاً أحد سمات الأزمة، إلا أن توفر المعلومات القيمة وإمكانية استخدامها بواسطة عناصر صنع أو اتخاذ القرار في التوقيت المناسب تساهم إلى حد بعيد في تجاوز التداعيات السلبية لهذا العمل. فالواقع أن ضيق الوقت أمام أجهزة صنع القرار عادة ما تكون أحد أسبابه الرئيسية غموض الموقف (الأطراف وأهداف كل منها وإمكانية تحقيقه) واتخاذ القرار والوسائل المتاحة لتنفيذه. ضمان التوصل للقرار السليم بعيداً عن أي انطباعات خاطئة لصانعي ومتخذي القرار: حيث لكل من يعمل في مجال المعلومات أو لمن سترفع له المعلومة لاتخاذ القرار صورة ذهنية خاصة لتقييم القضايا والمسائل. ومن هنا تبرز أهمية المعلومات واستمرار تحديثها بما يضمن تغيير هذه الصورة الذهنية وفقاً للمتغيرات وتطور الأحداث كأساس لاتخاذ القرار السليم بعيداً عن أي انطباعات ذهنية خاطئة تؤثر سلباً في مواجهة الأزمة، الأمر الذي قد يترتب عنه زيادة تداعياتها السلبية وتفاقم مخاطرها وتهديتها أو لا يسمح بالاستقلال الأمثل للإمكانيات والقدرات المتاحة.

زيادة المرونة في اتخاذ القرار لمواجهة الأزمة وتداعياتها المحتملة: يشكل استمرار تدفق المعلومات المدققة خلال مراحل إدارة الأزمة عاملاً هاماً في سرعة اتخاذ القرار المناسب وإدخال التعديلات عليه واتخاذ قرارات جديدة في التوقيت المناسب تتوافق ومتطلبات الاستجابة لواقع تصاعد الأحداث والمتغيرات التي تطرأ في سياق الأزمة والبيئة المحيطة بها. تعظيم الإمكانيات والقدرات الخاصة بإدارة الأزمة من خلال تحقيق أفضل استثمار للإمكانيات المتاحة والحصول على أقصى مردود إيجابي من استخدامها في مواجهة الأزمة، والتحكم في البدائل المتاحة خلال مراحل تصعيد الأزمة من خلال استخدام المعلومات في تشكيل رؤى الخصم ودفعه لاتخاذ قرارات في غير صالحة دون أن يدري فضلاً عن زيادة القدرة على التحكم في ضبط إيقاع التصاعد بالأحداث في الأزمة وتحقيق التنسيق والتزامن في العمل بين طقم إدارة الأزمة وعناصر التنفيذ، وأخيراً تجميع المعلومات الخاصة بمراحل الأزمة ودراساتها لاستخلاص الدروس المستفادة منها واستخدامها في مواجهة أي أزمات مشابهة لها مستقبلاً.

¹ علي محمد نجيل المعموري، مدى تأثير معايير القيمة العادلة على تداعيات الأزمة المالية العالمية، الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول (التحديات والآفاق

المستقبلية)، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة الإسرء، الأردن، (28، 2009/04/29)، ص: 15 16

خلاصة الفصل:

من الأزمات المالية التي عرفها العالم نستنتج أنه من الضروري أن يكون التحرير المالي مصحوبا بسياسات ملائمة للحد من سرعة التقلب ومن المتفق عليه منذ وقت طويل أنه لا غنى عن سياسات الاقتصادية الكلية السليمة للمحافظة على الاستقرار المالي غير أن التجارب الحديثة تؤيد أن الاستقرار الاقتصادي الكلي وإن كان ضروريا فهو لا يكفي لتحقيق الاستقرار المالي ، فيجب أن يكون خط دفاع الأول ضد المخاطرة المالية هي الإدارة السليمة للمخاطرة المالية وعلى البنوك وجميع الوسطاء الماليين أن يديروا مخاطر ميزانياتهم بحكمة ويجب وضع نظام منضبط للسوق يسير ويبنى أفضل أساليب المحاسبة والمراجعة والإفصاح والشفافية مع وضع رقابة مستمرة ودائمة لحساب رؤوس الأموال .

تلعب الأسواق المالية دورا بالغ الأهمية في اقتصاديات الدول ، نظرا لما تقدمه من خدمات مالية ذات طبيعة خاصة ، لذلك فسلامة وحسن أداء الأسواق المالية ينعكس على سلامة وحسن الأداء الاقتصادي للدول بوجه عام كما أنتدهور وانخفاض كفاءة الأسواق المالية لا ينصب تأثيره عليها فحسب بل يمتد ليشمل باقي القطاعات الاقتصادية ، ولعللى ابرز مثال على أهمية وتأثير الدول القطاع المالي على أداء الاقتصادي ككل ، ما حدث في أسواق الدول الناشئة في الآونة الخيرة حيث تعرضت هذه الدول إلى أزمات مالية حادة نتيجة التدهور الحاد في أداء ومؤسسات الأسواق المالية لهذه الدول.

وقد تناولنا في هذا الفصل ثلاث مباحث:

المبحث الأول: الأسواق المالية.

المبحث الثاني: الأسواق المالية العربية.

المبحث الثالث: انعكاسات أبرز الأزمات المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية.

المبحث الأول: الأسواق المالية

وجدت الأسواق في المجتمعات البشرية منذ القدم، وكان يتم فيها تبادل السلع عن طريق المقايضة، ثم عن طريق المبادلة بالنقود. وكان تبادل السلع يتم عن طريق الاتصال والاتقاء المباشر، ثم بعد أن تطورت وسائل الاتصال أصبح التبادل يتم عن طريق هذه الوسائل بشكل مباشر، أو بواسطة الوسطاء والوكلاء. بناء على ذلك تطور مفهوم السوق—كما سبقت الإشارة— فلم يعد يقتصر على المكان المعين، بل تجاوز ذلك ليشمل كل تبادل للسلع وغيرها، حصل بطريق مباشر، أو غير مباشر. ونتيجة لكبير حجم الإنتاج، وازدياد حجم التبادل التجاري تبعاً لذلك؛ ظهرت الأسواق المتخصصة، كأسواق المواد الغذائية، وأسواق السلع المعمرة، وأسواق الذهب، ثم ظهرت بعد ذلك الأسواق المتخصصة في بيع وشراء الأوراق المالية، وهي التي تعرف بالبورصات.

وقد تم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاث مطالب:

المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية وأنواعها.

المطلب الثاني: وظائف الأسواق المالية ومكوناتها.

المطلب الثالث: أهمية سوق المال وشروط فعاليته.

المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية وأنواعها

1- مفهوم الأسواق المالية:

"إن السوق المالي يقوم بدور هام في النشاط الاقتصادي، ويتمثل الدور الأساسي للسوق المالي في العمليات التي يتم من خلالها تمويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي، وهو المشترون للأصول المالية إلى الوحدات الاقتصادية التي تصدر وتبيع أصول مالية ولها القدرة على استعمال الأموال بكفاءة في النشاط الاقتصادي ومن ثم زيادة الكفاءة الاقتصادية في المجتمع".¹ وفي تعريف آخر للسوق المالي:

"عادة ما يتصرف سوق المال إذا أطلق بدون تحديد إلى سوق الأوراق المالية أي الأسهم والسندات وهذا هو المفهوم الضيق لسوق المال ويطلق عليه مصطلح البورصات، وهناك مفهوم آخر يشمل المؤسسات المالية التي تتعامل في الإقراض طويل الأجل فقط غير أن المفهوم المقبول لسوق المال هو الذي يتضمن أيضاً جميع الوسطاء والمؤسسات المالية المختلفة بالإضافة إلى سوق النقد"².

وفي تعريف آخر:

"تقوم جميع وحدات الجهاز المصرفي بدور الوساطة في سوق رؤوس الأموال، وهي تتعامل في هذه السوق بصفة دائمة تؤدي إلى الربط بين المدخرين والمنظمين، حيث يستطيع الأولون استعمال فائض دخلهم النقدي بطريقة مجزية، كما يستطيع الآخرون الحصول على الأموال اللازمة مباشرة لنشاطهم الإنتاجي، من إقامة المشروعات الجديدة وعلى الرغم من أن السوق التي يتم فيها التعامل في رؤوس الأموال تشكل وحدة واحدة متكاملة، ولكن يمكن تقسيمها إلى قسمين منفصلين يتم في إحداها التعامل في الأرصد المالية القصيرة الأجل ويطلق عليه سوق النقد، ويتم في الآخر التعامل في الأرصد المالية القصيرة الأجل ويطلق عليه السوق المالي"³.

¹ إسماعيل أحمد الشناوي، مبارك عبد النعيم، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 2002، ص 50.

² عبد الغفار حنفي، رسمية قريبا قص، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 267.

³ نبيل سروه محارب، النقود والمؤسسات المصرفية، مكتبة النهضة المصرفية، الطبعة الأولى، بدون مكان نشر، 1968، ص 376.

وعلى ضوء ما سبق يمكن القول أن السوق المالية هو ذلك القطاع المالي المسؤول عن تجميع المدخرات من القطاعات ذات الفائض المالي وتحويلها إلى الاستثمار في القطاعات ذات العجز المالي قصد تحقيق الربح.

2- أنواع الأسواق المالية:

الأسواق المالية **les bourses** ليست سوقاً واحدة متجانسة، بل هي أسواق متميزة كل واحدة منها متخصصة بنوع معين من أنواع المبادلات المالية، ولكل منها مؤسساتها الخاصة وإن كانت في بعض الأحيان متداخلة. وتعد المصارف التجارية، وشركات التأمين، والبيوتات المالية، وشركات الاستثمار والتوظيف، وجمهرة المتعاملين بالأسناد التجارية ومؤسسات البورصة وهيئات الوساطة من أهم مؤسسات «الأسواق المالية».

ومن «الأسواق المالية» المتخصصة «سوق النقد» **money market** وهي السوق المختصة بتداول وسائل الائتمان القصيرة الأجل وبآلية تدفقاتها، وهي تُعنى خاصة، بحركة رأس المال الدائر ولاسيما للمصالح الصغيرة، وبالقروض الشخصية، وبالكمبيالات والأوراق التجارية، وبالحوالات المقبولة من المصارف، وبأذون الخزانة وبأسناد الدولة قصيرة الأجل وما شابه ذلك. وتعد «سوق الخصم» **discount market** إحدى الفروع الثانوية «لسوق النقد»، وفيها يجري حسم، وإعادة حسم، الأوراق التجارية والأسناد الخاصة والعامة. ولما كانت هذه الأصول في «شبه نقد» أي أنها أكثر أنواع رأس المال سيولة بعد النقود والودائع تحت الطلب، فإنها تُقتنى من قبل المصارف التجارية والأشخاص بوجه انتقائي كاحتياطات ثانوية. ويجري ذلك عادة وفق أسلوب مبرمج وتنوع مختار لضمان لسلامة «محفظة الأوراق التجارية» **port folio** للجهات المقتنية لها. كذلك فإن «سوق صرف العملات» **foreign exchange market** هي أيضاً من الفروع الثانوية لسوق النقد.

أما السوق الرئيسية الأخرى من الأسواق المالية فهي «سوق رأس المال» **capital market**. وهي التي تصدر عنها، وتداول فيها، القروض والتسهيلات الائتمانية متوسطة الأجل وطويلته، ولاسيما المتعلقة منها بالاستثمار الاقتصادي وبمسائل التنمية الاقتصادية. وثمة سوق لرأس المال المحلي وسوق لرأس المال الأجنبي.

وإضافة إلى الأسواق المذكورة آنفاً، هناك ما يعرف «بسوق الأوراق المالية» أو البورصة **stock exchange**، فإذا كانت معظم عمليات «سوق النقد» و «سوق رأس المال» تنجز ضمن ردهات المصارف ومع مؤسسات مالية أو فيما بينها، فإن «سوق الأوراق المالية» ما هي إلا الحيز الجغرافي الضيق الذي يجتمع فيه السماسرة والسيارة والوسطاء وممثلو البيوتات المالية بهدف إتمام عملية مبادلات الأوراق المالية المختلفة. فالأجل تحطي عامل الزمن وإيجاد وسيلة تمكن صاحب الأوراق المالية أو الأسهم من الاستفادة منها قبل حلول أجلها أو قبل موعد تصفية المشروع، ظهرت «سوق الأوراق المالية» لتسمح بالتداول المستمر لتلك الأوراق، وذلك وفق أسعار محددة تملئها اعتبارات العرض والطلب اليومي على نحو علني وبأسلوب يضمن حقوق المتعاملين ويقضي على التداول غير المشروع ويسهل للمختصين تتبع الأداء.

ومع أن الأدوار التي تؤديها الأسواق المالية المختلفة هي أدوار مستمرة في طبيعتها وجوهرها، فإن مؤسسات كل سوق وأدواتها هي عرضة للتبادلات مع الزمن وفقاً لمستجدات التطور. وأمثلة ذلك كثيرة منها ما جرى عندما وثقت المصارف المركزية الأوروبية تعاونها بعد قيام السوق الواحدة، وعندما برز سوق «اليورو دولار أو الدولار الأوربي» بعد الحرب العالمية الثانية، وعندما استنبطت «شهادات الإيداع لأجل» **certficate of deposit** في مطلع الستينات، وأخيراً عند إدخال التقنيات الإلكترونية والمعلوماتية على أعمال السوق وغير ذلك¹.

¹ محمد بشار كبارة، الأسواق المالية، (http://www.arab-

المطلب الثاني: وظائف الأسواق المالية ومكوناتها

I-وظائف الأسواق المالية

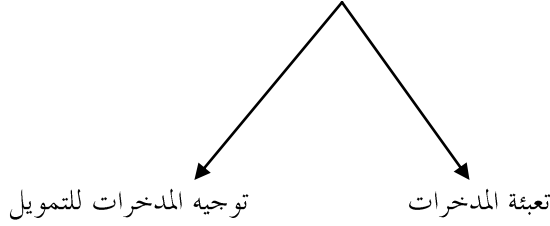
إن وجود السوق المالي يعتبر أداة هامة لتوفير وتقديم المال للأنشطة المختلفة وذلك من خلال الدور الأساسي لكل المؤسسات المالية والتي تتخلص وظائفها الأساسية في شقين:

الأول: تعبئة المدخرات

الثاني: توجيه هذه المدخرات أو الموارد لتلبية احتياجات الأنشطة المختلفة.

وبطبيعة الحال يتوقف أداء هذه الوظيفة بشقيها على مدى تقدم الاقتصاد القومي ومدى تطور سوق المال

تتكون وظيفة سوق المال من

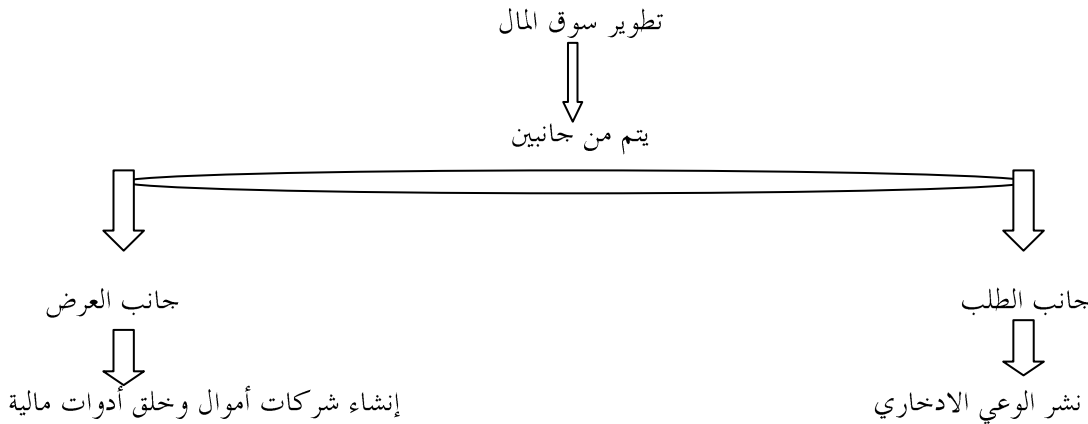


-ولكن كيف يتم تطوير سوق المال؟

يتم التطوير إما في جانب العرض وذلك بتشجيع إنشاء شركات الأموال وخلق أدوات جديدة أو من جانب الطلب وذلك بتوفير المناخ الملائم اقتصاديا وسياسيا ونشر الوعي الادخاري لدى الأفراد وتوفير المعلومات الكافية عن قطاعات الأعمال المختلفة ونشاطاتها، وفي البلاد المتقدمة يكفي التطوير من أحد الجانبين حيث أن النسق الاجتماعي والاقتصادي السائر يتكفل بتطوير الجانب الآخر من خلال الاستجابة التلقائية أما في البلاد المختلفة والنامية فإن التطوير لا بد أن يشمل الشقين معا، فليس هناك جدوى من زيادة العرض دون أن يكون هناك طلبا كافيا ولهذا نجد أن هذه البلاد تسعى لزيادات المدخرات حيث أنه تمثل أهم الموارد الحقيقية للأموال اللازمة لأغراض التنمية، ومن المعروف أن هذه المدخرات عادة ما تكون متدنية في هذه البلاد ومن هنا يظهر دور المؤسسات المالية التي يتكون منها سوق المال والتي ينبغي أن تقوم بدور فعال في تجميع المزيد من المدخرات وما ينتج ذلك من تنشيط سوق المال بصفة عامة و سوق الأوراق المالية بصفة خاصة¹.

والشكل التالي يوضح كيفية تطوير سوق المال.

شكل رقم (02): يبين كيفية تطوير سوق المال.



المصدر: رسمية قرياقص، أسواق المال، ص: 10.

¹ رسمية قرياقص، أسواق المال (أسواق، رأس المال، المؤسسات)، الدار الجامعية 1999، الإسكندرية، ص 09-10.

2- مكونات الأسواق المالية:

يشير سوق المال إلى الميكانيكية التي تضمن تجميع المدخرات وتقديم الأموال للأنشطة الاقتصادية المختلفة، من خلال المؤسسات المالية التي يضعها السوق، ويتكون السوق أساساً من سوق رأس المال وهو السوق الذي يتم التعامل فيه بالأوراق المالية الطويلة الأجل مثل الأسهم العادية والسندات. أما السوق الآخر فهو سوق النقد والذي يتم فيه بالأدوات المالية قصيرة الأجل¹.

1-2 أسواق رأس المال: هي الأسواق التي تتداول فيها الأوراق المالية طويلة الأجل ويتكون هذا السوق من شكلين هما:

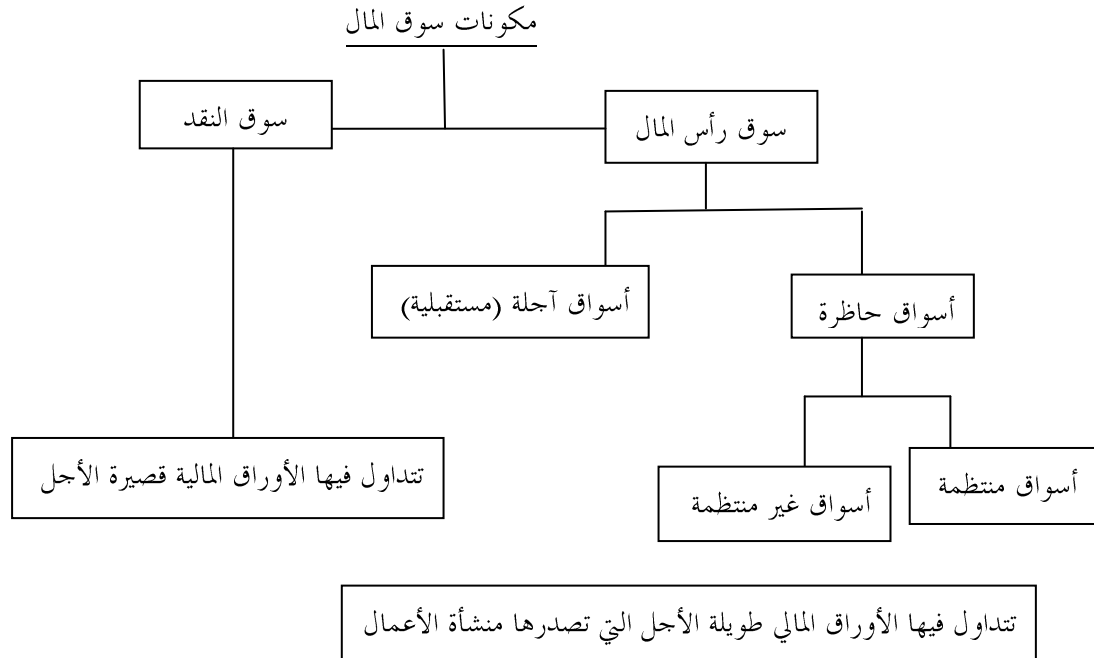
- **أسواق حاضرة Spot cash market:** وهي تتعامل بأوراق مالية طويلة الأجل (أسهم، سندات) وأحياناً يطلق عليه أسواق الأوراق المالية Security market، وهنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فوراً عند إتمام الصفقة وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزءاً منها.

- **أسواق آجلة:** ويطلق عليها أسواق العقود المستقبلية FUTURES CONTRACTS وهي تتعامل أيضاً في أسهم والسندات، ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة ويتسلمها في تاريخ لاحق

والغرض من وجود هذه الأسواق هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر Price risk

2-2 أسواق النقد Money Market: وهو الشق الثاني من سوق المال، ويتم فيه تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل، وذلك من خلال السماسرة والبنوك التجارية وبعض الجهات الحكومية التي تتعامل في تلك الأوراق وتعتبر الورقة المالية هنا صك مديونية تعطي لحاملها الحق في استرداد مبلغ من المال سبق أن أقرضه بطرف آخر، وعادة لا تزيد مدة الأوراق عن سنة غير أنه يمكن التخلص منها في أي وقت وبحد أدنى من الخسائر أو دون خسائر على الإطلاق، وذلك نظراً لضمان عملية السداد² والشكل التالي يوضح مكونات سوق المال.

الشكل (03) يوضح مكونات سوق المال



المصدر: رسمية قرياقص، مرجع سابق، ص: 13

¹ جلال إبراهيم العيد ومحمد الصالح الحناوي، بورصة الأوراق المالية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 2002، ص 23.

² رسمية قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص 11-12.

المطلب الثالث: أهمية سوق المال وشروط فعاليته

1-أهمية سوق المال:

- تعتبر السوق المالي بحكم وظيفتها الاقتصادية، صلة وصل بين المشاريع ومدخرات الأفراد كما تعد سوقاً منظمة لتداول الأسهم والسندات، حيث يلعب فيها العرض والطلب دوره الرئيسي في تحديد الأسعار مما يوفر الحماية للمستثمرين من الغش والتدليس، بالإضافة إلى ما توفره هذه السوق من العلانية للمستثمر عن وضعية الشركات، ومن أهم المزايا التي تحققها سوق الأوراق المالية في النظم المعاصرة:¹
- ✓ نشر سلوك الاستثمار، حيث أنه بمجرد عرض الأدوات الاستثمارية القابلة للتداول في الأسواق المعنية، وتتم المساهمة مباشرة في تحويل المدخرين إلى مستثمرين وذلك عند الطلب على هذه الأدوات والتخلي على السيولة المدخرة مقابلها.
 - ✓ تعبئة الموارد المالية وتحفيز المدخرين، حيث أنه كلما كانت الظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية والمحيطية بالأسواق المالية أكثر ملائمة يكون الدور التحفيزي أكثر.
 - ✓ تعد الأسواق المالية مجالاً واسعاً لتسهيل عمليات تبادل الأصول الاستثمارية، فيما بين المؤسسات والحكومة كأطراف اقتصادية رئيسية وذلك لإيصال الناتج الحالي إلى الاستهلاك المستقبلي مع توفير السيولة لتعزيز التبادل خلال نفس الزمن ولربط الأطراف الدائنة ذات الفوائض بالأطراف المدينة ذات العجز.
 - ✓ يمكن للأسواق المالية من خلال إدارتها ومكاتبها المتخصصة وخبراتها من تقديم النصائح للشركات المصدرة للأدوات المالية المتداول، وذلك من خلال تحليل عوامل الطلب والعرض لهذه الأدوات وبيان احتياجات هذه الشركات لتحديد أفضل الأدوات وأنسب الطرق لتمويل هذه الاحتياجات.
- تعد الأسواق المالية مرجعاً هاماً لبيان مدى كفاءة السياسات الاستثمارية في الاقتصاد.
- إن إلزام الشركات بالإفصاح والمراقبة عمليات التبادل في السوق يضمنان إلى حد بعيد مناخ استثمارياً يتسم بالشفافية.
- السماح للسوق المالي بمباشرة نشاطه بالعملات القابلة للتمويل وقبول طرح أسهم وسندات الشركات والحكومات المختلفة وبالعملات الأجنبية، قد يؤدي إلى تحويل هذا السوق من سوق محلي إلى سوق إقليمي أو دولي.²

2-شروط فعالية سوق المال

- طبقاً لمفهوم السوق المالية وأهميتها، يمكن القول أن العمق الزمني لوجود الأساسية الأسواق وفعاليتها تستدعي مقومات يجب توفرها وهي كما يلي:

1-2-المقومات الأساسية:

- مناخ ملائم لاستثمار قائم على عنصري الثقة والتنظيم، الثقة بالنظام السياسي والاقتصادي لدوره في جذب الاستثمارات المحلية والأجنبية.
- فلسفة اقتصادية واضحة تمنح لرأس المال الخاص بتكوين الشركات المساهمة المختلطة والخاصة وما يتبعها من أنظمة وقوانين.
- تنوع أدوات الاستثمار، وهي سلعة سوق المال، فالتنوع بالأدوات يعني تعدد الخيارات أمام المدخرات.

¹ هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2003، ص 84، 85، 86.

² صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب، طبعة أولى، مصر، 2003، ص 10.

-مؤسسات مالية ومصرفية متنوعة ومتعددة قادرة على خلق الفرصة وتجميع المخاطر وتقليلها، بجانب فعاليتها بتسويق الإصدارات.

-حجم مناسب من المدخرات القابلة للتحويل إلى استثمارات الآجال، إذا وجد السوق يحفز هذه المدخرات وتوجيهيهما نحو الفرص الاستثمارية.

2-2 المقومات السائدة:

سميت بالسائدة لأنها تساهم في تطور ونجاح السوق، ومنفاعة صفة العمق والاتساع، ومن أهم هذه المقومات، نظم اتصال فعالة ومتطورة وكفاءة تساهم في توفير المعلومات الدقيقة والموثوق بها حول حركة الأسعار.¹

¹ أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2004، ص 112.

المبحث الثاني: الأسواق المالية العربية

شهدت أسواق الأوراق المالية العربية عقب الإصلاحات التشريعية والتنظيمية التي تبنتها انفتاحاً أمام حركة الاستثمار الأجنبي، وقد بدأ هذا الانفتاح أكثر وضوحاً إثر توقيع بعض الدول العربية على الاتفاقية العامة لتجارة الخدمات.

وقد تم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاث مطالب:

المطلب الأول: نشأة الأسواق المالية العربية وتطورها.

المطلب الثاني: خصائص الأسواق المالية العربية.

المطلب الثالث: معوقات تطور الأسواق المالية العربية.

المطلب الأول: نشأة الأسواق المالية العربية وتطورها

1- النشأة والتطور: تشير البيانات إلى أنه حتى النصف الثاني من عقد الثمانينات من القرن العشرين لم تكن هناك في المنطقة العربية سوى ست بورصات في كل من مصر والمغرب وتونس والكويت والأردن ولبنان، وكانت بورصة بيروت في تلك الفترة معطلة بسبب الحرب الأهلية اللبنانية، وقبل أن ينقضي عقد الثمانينات شهد قيام بورصة البحرين 1989، وسوق مسقط للأوراق المالي وإنشاء سوق بغداد المالي وشهدت المملكة العربية السعودية قيام سوق نشط للأسهم. إلا أن عقد التسعينات وهو العقد الأخير من القرن العشرين قد شهد تطورات هامة باتجاه إنشاء بورصات جديدة حيث تم إنشاء بورصة الجزائر في 23 ماي 1993، وبنهاية 1999 أنشأت كل من بورصة السودان وقطر وفلسطين، ودولة الإمارات العربية المتحدة عام 2000.

ومن ناحية أخرى يلاحظ أن البورصات العربية القائمة قبل التسعينات، قد شهدت إصلاحات جوهرية كما حدث للبورصة المصرية والمغربية والتونسية وأعيدت الحياة لبورصة بيروت مجدداً عام 1995.¹

وتنقسم الأسواق المالية العربية من حيث درجة تطورها إلى أربع مجموعات هي:

المجموعة الأولى: وتشمل هذه المجموعة الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي حيث تضم كل من السعودية والبحرين وعمان والكويت والإمارات وقطر، حيث تتميز أسواق المال لهذه الدول بالفوائض المالية والحرية الاقتصادية، كما تعتبر هذه الأسواق من أكثر الأسواق المالية العربية تنظيماً.

المجموعة الثانية: وتضم الأسواق المالية لخمس دول هي: الأردن ولبنان ومصر والمغرب وتونس، حيث تعتبر هذه الأسواق منظمة لكنها تعاني من عجز مالي، بالرغم من انتهاجها للحرية الاقتصادية.

المجموعة الثالثة: وتشمل هذه المجموعة الأسواق المالية لكل من العراق وسوريا والجزائر وليبيا، حيث أن هذه الدول كانت تعتمد على القطاع العام لتحقيق التنمية الاقتصادية، غير أن التحولات الاقتصادية على المستويين المحلي والدولي أدت بهذه الدول إلى القيام بإصلاحات اقتصادية أعطت للقطاع الخاص دوراً أساسياً في تحقيق التنمية الاقتصادية، والتي نتج عنها قيام أسواق مالية في هذه الدول.

المجموعة الرابعة: وتضم كل من جيبوتي والصومال والسودان وموريتانيا واليمن، حيث أن حجم النشاط الاقتصادي لهذه الدول لا يبرز إنشاء أسواق مالية متطورة، بالرغم من وجود سوق للأوراق المالية في بعضها.

ويشكل عام يمكن القول بأن هناك بعض الدول العربية لديها أسواق أولية منظمة بشكل كامل من بينها الأردن والبحرين وتونس والسعودية وعمان والكويت ولبنان ومصر والمغرب، كم أن هناك بعض الدول العربية الأخرى.

¹ عبد المطلب عبد الحميد، السوق العربية المشتركة، مجموعة النبل العربية، الطبعة الأولى، القاهرة 2003، ص 227، 228.

فيها سوق أولية يشكل جزئي وهي الإمارات وقطر، أما من ناحية الأسواق الثانوية فهناك بعض الدول العربية لديها أسواق ثانوية منظمة بشكل كامل وهي الأردن والبحرين وتونس وعمان والكويت ولبنان ومصر والمغرب والعراق والجزائر، بينما هناك تنظيم جزئي للأسواق الثانوية لدى بعض الدول العربية، كما أن هناك محاولات جارية لإنشاء أسواق مالية متكاملة في كل من سوريا وليبيا تتزامن مع الإصلاحات الاقتصادية والمالية التي تطبقها هذه الدول.

2- الإطار التشريعي لأسواق المال العربية: يرتبط سوق الأوراق المالية ارتباطاً وثيقاً بمناخ الاستثمار وتدفقات رأس المال وبذلك فإن الإطار التشريعي الذي يحكم سوق الأوراق المالية لا يقتصر على القوانين والأنظمة التي تحكم عمل سوق الأوراق المالية، وإنما يمتد ليشمل كافة القوانين والتشريعات التي تحكم سوق رأس المال.

كما يلاحظ أن هناك تبايناً واضحاً فيما بين الدول العربية من حيث درجة تطور وتكامل أسواقها المالية، وقد انعكس ذلك على تباين الأطر التشريعية التي تحكمها وهي:¹

- تباين درجة تطور التشريعات التي تحكم الأسواق المالية: حيث يلاحظ أن هناك تبايناً كبيراً في مستوى تطور التشريعات التي تحكمها، فهناك دول عربية ليس بها أسواق مالية منظمة وبالتالي فإن التشريعات التي تحكم التعامل في الأوراق المالية لديها تكون مبعثرة كقوانين الشركات وتشجيع الاستثمارات...، وفي المقابل فإن الدول العربية التي لديها أسواق مالية منظمة تحمها تشريعات منظمة تتناسب مع التطورات الاقتصادية.

- شمولية قوانين الأسواق المالية: وفي هذا المجال يمكن التمييز بين مجموعتين من أسواق المال العربية:

- مجموعة التشريعات الشاملة: وتضم بعض أسواق المال العربية التي تشمل تشريعاتها ولوائحها الداخلية أحكام تتعلق بسوق الأوراق المالية وكذلك أحكام تفصيلية تتعلق بشركات المساهمة العامة وشركات التوصية بالأسهم وكذلك زيادة رؤوس أموال والتمويل والاكتتاب العام والسندات.

- مجموعة التشريعات المحددة: وتشمل معظم أسواق المال العربية المنظمة، حيث يوجد بها قانون خاص يتعلق بسوق الأوراق المالية في حين تعالج الأنظمة والقوانين الأخرى (كقانون الشركات) الأحكام التي تتعلق بشركات المساهمة العامة، ففي الأردن يوجد قانون خاص يتعلق بسوق عمان المالي، وقانون خاص يتعلق بكافة الجوانب التفصيلية المتعلقة بشركات المساهمة العامة من حيث تأسيسها وإدارتها ورأس مالها وتصنيفاتها.

3- الإصلاحات التي شهدتها الأسواق المالية العربية ونتائجها: في محاولة جادة نحو إجراء إصلاحات بالبورصات العربية وبخاصة

في بورصتي بيروت ومصر، وبورصتي تونس والدار البيضاء، فقد شهدت البورصات العديد من الإصلاحات التي تبلورت في تحديث النظم والقواعد والتشريعات والمؤسسات بهدف تشجيع قيام بيئة اقتصادية واجتماعية ونفسية ملائمة لنجاح السوق وحماية حقوق المستثمرين وتعزيز الثقة في السوق، وأيضاً جعل التعامل بأدوات السوق أكثر جاذبية من جانب المستثمرين إصدارات جديدة، كما واكب التطوير والإصلاح الأخذ بأحدث التقنيات المستخدمة في البورصات العالمية وتكريس نظام للتداول والتأكيد على الإفصاح عن البيانات والمعلومات المالية للشركات المسجلة في السوق كعنصر أساسي لترشيد القرار الاستثماري للمتعاملين بالأوراق المالية، وقد أسفرت نتائج إصلاح البورصات العربية عما يلي:

- تحديد واضح لدور البورصة من حيث كونها آلية لتعبئة المدخرات الوطنية وتوظيفها في مجالات الاستثمار المختلفة.

- تنظيم مهمة الوساطة المالية، حيث نصت التشريعات الجديدة على ضرورة أن تتخذ الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية شكل شركات المساهمة أو شركة التوصية بالأسهم ووضعت مجموعة من الأحكام والضوابط التي تنظم عمل هذه الشركات.

- إنشاء مؤسسات الخدمات المكتملة في السوق وهي على وجه التحديد شركات المقاصة والحفظ المركزي.

¹ وليد أحمد صافي، الأسواق المالية العربية الواقع والآفاق، أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، جامعة الجزائر، 2003، ص 203، 204.

-الفصل بين الجهة الرقابية ذات الكيان المستقل عن عمليات القيد والتداول في البورصة، لأن إعطاء الدور التنفيذي للقطاع الخاص وإعطاء الدور الرقابي والتشريعي يعمل على فصل الدورين وبالتالي تفعيل الرقابة مما يؤدي إلى زيادة ثقة المتعاملين بسوق الأوراق المالية.

-تطوير نظام التداول في السوق، حيث تم تحويل نظام التداول اليدوي إلى تداول آلي باستخدام الحاسبات الآلية، وقد تم توسيع نطاق نظام التداول الإلكتروني المستخدم بشكل تدريجي ليشمل جميع الشركات المدرجة في البورصة، وتسود البورصات العربية حالياً أنظمة تداول آلي متطور وأجهزة ذات كفاءة عالية للتسوية، وخاصة أسواق الكويت والسعودية ومصر وتونس وعمان.

-الإفصاح المالي للقضاء على محاولات الغش والتلاعب وتوفير قدر كاف للمتعاملين من المعلومات والبيانات بصورة عامة والمستثمر الفرد بصفة خاصة، حيث أن مقاييس جودة السوق تتطلب توفير الشفافية ونماذج التقارير المالية التي تلزم الشركات بتقديمها دورياً والإفصاح المالي وتوافر نظم المحاسبة المالية الدولية المتقدمة ومحاربة الاتحاد المبني على معلومات داخلية، وهذا ما شأنه تعزيز الثقة في السوق.¹

¹ عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص 228.

المطلب الثاني: خصائص الأسواق المالية العربية

على الرغم من اختلاف ظروف نشأة البورصات العربية، ورغم التطورات العديدة التي شهدتها وتطور البيئة الاقتصادية والاجتماعية والقانونية لكل منها، ومدى انفتاحها على بعضها البعض وعلى الأسواق الخارجية فإن لهذه البورصات خصائص مشتركة ويمكن حصرها فيما يلي:

1- ضيق نطاق السوق

تتميز أسواق الأسهم العربية عموماً بضيق نطاق من حيث انخفاض العرض الذي يقاس بعدد الشركات المدرجة فيه وانخفاض الطلب المتمثل في انخفاض عدد وحجم أوامر الشراء، وباستثناء سوق الجزائر الذي يتضمن شريكتين فقط فإن متوسط عدد الشركات المدرجة في الأسواق العربية، كما هو موضح في الجدول الموالي حوالي 111 شركة، ويعتبر هذا العدد منخفضاً مقارنة مع الأسواق الناشئة والمتقدمة.

حيث بلغ عدد الشركات المدرجة للتداول في الهند 5644 شركة في عام 2003، بلغ إجمالي قيمتها السوقية حوالي 279 مليار دولار، كما بلغ عدد الشركات المقيدة في الولايات المتحدة الأمريكية 5685 شركة قيمتها السوقية نحو 11.1 تريليون دولار، وأيضاً بلغ عدد الشركات المقيدة في اليابان 3058 شركة قيمتها السوقية نحو 2.13 تريليون دولار.¹

الجدول رقم (02) مؤشرات أسواق الأسهم العربية (أغسطس 2008):

السوق	مؤشر حجم السوق*	مؤشر دوران السهم**	مضاعف السعر إلى العائد	عدد الشركات المدرجة	متوسط حجم الشركة مليون دولار***
بورصة عمان	208.5	16.5	26.9	260	190
سوق البحرين	134.1	0.8	11.2	52	523
بورصة تونس	13.8	15.9	5.5	50	150
سوق الأسهم السعودي	94.2	24.1	15.4	125	3089
سوق مسقط	36.6	8.1	9.7	136	161
سوق الكويت	109.8	24.9	-	200	531
بورصة بيروت	35.6	5.6	-	14	985
بورصة القاهرة و الإسكندرية	87.1	11.2	-	380	301
الدار البيضاء	84.4	3.5	21.6	76	982
سوق أبوظبي	48.9	12.5	10.3	65	1683
سوق دبي المالي	52.6	15.8	10.4	62	2103
سوق الدوحة	115.5	9.2	-	43	2546
سوق الخرطوم	10.5	3.4	-	52	69
سوق الجزائر	0.08	0.05	5.2	2	50
سوق فلسطين	62.1	506	-	37	78

المصدر: تم حساب المؤشرات باستخدام بيانات الأسواق العربية للأوراق المالية، إصدارات صندوق النقد العربي على موقع

الانترنت، WWW.AMF.ORG.AE

¹ إبراهيم أونور، خصائص أسواق الأسهم العربية، مجلة جسر التنمية الصادرة عن المعهد العربي للتخطيط، العدد الثمانون، 2009، ص 04.

* القيمة الرأسمالية للسوق مقسوم على الناتج الإجمالي القومي (بالأسعار الجارية) نسبة لعدم توفر بيانات الناتج الإجمالي المحلي لعام 2007، يستند هذا المؤشر لبيانات عام 2006.

** عدد الأسهم المتداولة على إجمالي الأسهم المدرجة بالسوق.

*** إجمالي القيمة الرأسمالية للسوق على عدد الشركات المدرجة بالسوق.

كما تنسم البورصات العربية بصغر متوسط حجم رأس المال السوقي للشركات المدرجة، حيث يصل متوسط حجم رأس المال الشركة الواحدة حوالي 700 مليون دولار عام 2007، باستثناء السوق السعودي، الذي يعتبر أكبر الأسواق العربية، حيث يصل متوسط حجم الشركة الواحدة حوالي ثلاثة مليارات دولار.

أما فيما يتعلق بحجم الأسواق المالية في الدول العربية نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي لكل دولة خلال متوسط الفترات (2004، 2005، 2006، 2007)، فإنه يمكن تقسيم هذه الأسواق إلى مجموعتين، تضم المجموعة الأولى الأسواق التي يتجاوز حجم أسواقها قيمة الناتج المحلي الإجمالي وهي على الترتيب بورصة عمان بنسبة 208.5 بالمائة، سوق الدوحة للأوراق المالية بنسبة 115.5 بالمائة، سوق الكويت للأوراق المالية بنسبة 109.8 بالمائة، وسوق البحرين للأوراق المالية بنسبة 134 بالمائة، أما المجموعة الثانية وتضم باقي الأسواق المالية العربية، وهي الأسواق التي تقل قيمتها السوقية عن الناتج المحلي الإجمالي، ففي مصر تمثل القيمة السوقية بسوق الأسهم بالنسبة للناتج المحلي الإجمالي ما نسبته حوالي 87.1 بالمائة والسوق الأسهم السعودي بنسبة 94.2 بالمائة، ثم بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء بنسبة 52 بالمائة، ثم سوق مسقط للأوراق المالية بنسبة 36.6 بالمائة، في حين تتراوح باقي النسب ما بين النسبة 50 بالمائة إلى 0.08 في باقي الدول حسب بيانات الجدول السابق.

كما يلاحظ أيضا في الأسواق العربية انخفاض مؤشر نشاط السوق، الذي يقاس بمعدل حجم الأسهم المتداولة إلى مجموع الأسهم المتداولة إلى مجموع الأسهم المدرجة في السوق (مؤشر دوران الأسهم)، حيث لا تتجاوز هذه النسبة في الأسواق العربية 25 بالمائة، بينما تصل هذه النسبة في الأسواق الآسيوية حوالي 75 بالمائة¹.

أما في جانب الطلب فإنه يلاحظ أن من أهم الأسباب انخفاض الطلب في البورصات العربية هو ضالة الدور الذي يلعبه المستثمر المؤسسي في البورصات العربية، حيث من المفارقات الواضحة بين أسواق الأسهم العربية والعالمية هو حجم مشاركة الاستثمار المؤسسي فيها، في حين أن هؤلاء يشكلون ما يزيد عن 85 بالمائة من إجمالي حجم التداول في البورصات العالمية المتطورة، نجد العكس تماما في البورصات العربية التي لا تتعدى 30 بالمائة، إذ أن المستثمرين هم غالبية المتداولين في أسهم الشركات المدرجة وهؤلاء على الأرجح يستندون في قراراتهم الاستثمارية على معلومات ضئيلة، ويتأثرون كثيرا بالإشاعات في الوقت الذي يأملون فيه أن تعود عليهم استثمارهم المتواضعة بأرباح مضاعفة خلال فترة زمنية قصيرة.

ولهذا السبب فإنه وبغياب المستثمر المؤسسي سواء المحلي أو العالمي في البورصات العربية، سيعتذر على أسواق الأسهم دول المنطقة العربية أن تتطور بشكل جوهري وتكسب المزيد من العمق والنضج المطلوبين.

ويرى البعض أن حجم السوق وصغر متوسط رأس المال للشركات المدرجة في السوق تترتب عليها زيادة تقلبات الأسعار غير المبررة، خاصة في ظل ظروف ضعف الرقابة والنقص في الإفصاح مع انخفاض دور المستثمر المؤسسي في أنشطة التداول.

¹ نفس المرجع السابق، ص 04.

وفيما يتعلق بتصنيف المتداولين في بعض الأسواق الخليجية، فإن أرقام الجدول التالي توضح المعطيات التالية:
الجدول رقم (03) تصنيف المتداولين في الأسواق الخليجية (أغسطس 2008)

	مؤسسات		أفراد		
	بيع	شراء	بيع	شراء	
الكويت %	44.4	35.3	55.6	64.7	
السعودية %	12	11.1	88	88.9	
دبي %	27.6	36.2	72.4	63.8	
قطر %	21.2	37.6	78.8	62.4	

المصدر: المواقع الالكترونية لأسواق الأسهم العربية.

يتضح من الجدول أن السوق السعودي هو الأبرز من حيث ضالة دور المستثمر المؤسسي فيه، حيث لا تتعدى نسبة مساهمة المؤسسات في عمليات البيع والشراء حوالي 12 في المائة فقط من إجمالي أنشطة التداول. وبالنسبة لبقية الأسواق فإن هذه النسبة لا تتعدى فيها مساهمة المؤسسات حوالي 37 بالمائة من إجمالي أنشطة الشراء في هذه البورصات.

وسيساهم دخول المزيد من المؤسسات وصناديق الاستثمار إلى أسواق رأس المال العربية في نضج هذه الأسواق وتطورها، لتصبح أكثر تأثراً بأداء الشركات المدرجة وربحياتها والمستجدات الاقتصادية منها بعمليات المضاربة وتوجهات المضاربين.

وإلى جانب ذلك توجد أسباب أخرى لضعف الطلب منها، انخفاض معدل الادخار في معظم الدول العربية، حيث لا تتجاوز نسبته 8 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي بالمقارنة بحجم الاستثمارات اللازمة والتي تبلغ نسبتها حوالي 25 بالمائة، وكذلك انخفاض العائد على الأوراق المالية، فضلا عن التجارب السلبية في بعض البورصات العربية وما تركته من أزمات نفسية لدى العديد من المستثمرين كأزمة المناخ بالكويت في الثمانينات من القرن الماضي¹.

¹ أشرف محمد دوابة، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مؤتمر التجارة العربية البينية والتكامل الاقتصادي، نحو سوق مالية عربية، بحث أوراق عمل، 2004، ص 470، 471.

2- تركيز التداول:

يقصد بدرجة تركيز التداول عدد الشركات التي يتم التداول في أسهمها في معظم الأحيان مقارنة بالعدد الكلي للشركات المدرجة في السوق، تعاني كل البورصات العربية من انخفاض عدد الشركات الواعدة، الأمر الذي يحد من التداول في أسهم الشركات محددة للغاية مقارنة بالعدد الكلي للشركات المدرجة في السوق، وهذا حسب ما هو موضح في الجدول التالي:

جدول رقم (04) نسبة التداول لأعلى ست شركات في الدول العربية
الوحدة: النسبة المئوية (%)

الدولة	نسبة التركيز أغسطس 2008
السعودية	64
الأردن	70
مصر	30
المغرب	75
سلطنة عمان	50
الكويت	52
سوق دبي المالي	76
سوق أبوظبي	78
سوق الخرطوم للأوراق المالية	95

المصدر: المواقع الالكترونية للأسواق العربية لرأس المال

وترجع أهم أسباب ارتفاع درجة تركيز التداول إلى ضيق حجم الاقتصاديات العربية وتركيزها في قطاعات محدودة، ومن الممكن توسيع نطاق التداول في الأسواق العربية بتهيئة الظروف المواتية للإدراج المشترك للشركات في الأسواق العربية تمهيدا لسوق عربية مشتركة لتداول الأسهم.

3- ضعف فرص التنوع:

تتسم الأسواق المالية العربية بعدم التنوع الكافي في الأوراق المالية المطروحة، وهو ما يضع قيودا على المستثمرين لتنويع محافظهم المالية، ويزيد من درجة المخاطر.

هذه السمة المشتركة تضع قيودا على استراتيجيات الاستثمار، سواء للمستثمر الفرد أو المستثمر المؤسسي، ويلاحظ في معظم البورصات العربية أن قطاعي البنوك والاتصالات يسيطران على حجم التداول¹.

ومن أسباب ضعف فرص التنوع في أسواق الأسهم العربية سلوك المستثمر فيها تحكمه سياسة القطيع، التي تمثل انقياد المستثمر لتوجهات كبار المستثمرين، دون الاستناد للتحليل المالي للتعرف على الأداء الفعلي للشركات المدرجة في السوق.

4- ضعف درجة السيولة:

توفر الأسواق المالية ذات السيولة العالية حافزا للاستثمار في المشروعات طويلة الأجل، حيث يمكن للمستثمرين في هذه المشروعات سحب رؤوس أموالهم إذا ما احتاجوا إليها بسهولة عن طريق بيع أسهمهم قبل اكتمال آجال المشروعات، وتحفز السيولة المرتفعة الاستثمار في المشروعات طويلة الأجل ذات العوائد المرتفعة والمخاطر المرتفعة، الأمر الذي يؤدي في المقابل إلى

¹ صلاح الدين حسين السيسي، الشركات متعددة الجنسيات وحكم العالم، تطوير وربط المؤسسات العربية وتأسيس البورصة العربية الموحدة، عالم الكتب، القاهرة، مصر، 2003، ص 60.

تنشيط النمو الاقتصادي، ومع تزايد سيولة السوق تزداد رغبة المستثمرين في المشاركة في السوق وتوفير المزيد من التمويل للمشروعات، بمعنى آخر تزداد مشاركة المستثمرين إذا علموا أن بإمكانهم الانسحاب متى ما اقتضت ظروفهم ذلك. ويعكس واقع البورصات العربية ضعف سيولتها، ويظهر ذلك من خلال انخفاض عمليات التداول بها سواء التعاملات اليومية أو السنوية، وكذلك انخفاض عدد أيام التداول، والذي يبلغ متوسطها 59 يوماً في السنة، فضلاً عن انخفاض معدل الدوران للأسهم والذي يتراوح بين 0.05 بالمائة في بورصة الجزائر و24.9 بالمائة في بورصة الكويت للأوراق المالية خلال أغسطس 2008¹.

ويعتبر مؤشر دوران الأسهم، وهو عبارة عن عدد أو حجم الأسهم المتداولة كنسبة من رسملة البورصة، وهو يتم نسبة التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي، ذلك أن معدل دوران الأسهم ترتبط بحجم السوق ومعدل قيمة التداول إلى حجم الاقتصاد.

5- التقلبات الشديدة في الأسعار:

هناك عدة عوامل تتحكم في حركة سير أسعار الأسهم في أسواق الأسهم العربية وعلى وجه الخصوص أسواق دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية التي تمثل حوالي 75 بالمائة من حجم رأس المال الكلي للأسواق العربية في عام 2008، تؤكد نتائج الأبحاث المنشورة في هذا المجال (أونور 2008) وجود تكامل مشترك بين أسعار أسواق أسهم دول مجلس التعاون الخليجي من جهة، وأسواق دول شمال إفريقيا الممتدة في مصر، تونس، والمغرب من جهة أخرى، الأمر الذي يؤكد أهمية تأثير المستحقات الإقليمية على أداء هذه الأسواق هذا بجانب ارتباط أداء أسواق أسهم دول مجلس التعاون بحركة أسعار النفط العالمية في المدى المتوسط، أما في المدى القريب (أي الأداء اليومي والأسبوعي) فإن سير الأسعار يتأثر بدرجة كبيرة بالتوقعات وعامل المضاربات غير المرتبطة بأساسيات اقتصاديات المنطقة، وعموماً فإن تقلبات الأسعار الحادة في أسواق دول مجلس التعاون تمثل مصدر قلق، حيث يتصدر السوق السعودي الأسواق العربية في التقلبات الحادة يليه سوق دبي المالي في المرتبة الثانية، ثم سوق الكويت حسب الجدول التالي:

جدول رقم (05): تذبذب عوائد الأسهم في بعض أسواق الأسهم العربية للفترة من يناير 2004 وحتى يونيو

2008².

سوق الأسهم	الانحراف المعياري للعائد	أعلى قيمة للعائد	أقل قيمة للعائد
الكويت	68.36	514.50	-382.9
السعودية	210.73	1025.30	-1583.4
أبوظبي	54.23	376.38	-360.38
دبي المالي	90.61	615.19	-655.79
تونس	5.26	37.8	-30.1
مصر	18.02	107.4	-143.63
المغرب	46.6	232.3	-633

المصدر: إبراهيم أونور، خصائص أسواق الأسهم العربية، مجلة جسر التنمية الصادرة عن المعهد العربي للتخطيط، العدد الثمانون، 2009، ص 08.

¹ أشرف محمد دوابة، مرجع سبق ذكره، ص 470.

² إبراهيم أونور، مرجع سبق ذكره، ص 08.

- * ملاحظة: تم حساب عوائد الأسهم اليومية من خلال احتساب الفرق بين قيم مؤشر السوق لكل يومين متتالين.
- وعلى ضوء معطيات الجدول السابق يمكن حصر أهم أسباب التقلبات الحادة في أسعار الأسهم العربية في النقاط التالية:
- ✓ تركيز التداول في أسواق محدود، مع عدم ارتباط الأسعار بالأداء الفعلي للشركات، واستناد لدراسة بحثية وجد أن تأثير العوامل الغير الأساسية مثل الشائعات والمعلومات غير الحقيقية يمثل حوالي 85 بالمائة من حركة الأسعار في أسواق الأسهم دول مجلس التعاون الخليجي، الأمر الذي يدعم فعالية هذه الأسواق في تسعير الأوراق المالية المتداولة.
 - ✓ اعتماد الشركات في معظم الدول العربية على التمويل الخارجي المتمثل في القروض، وإصدار المزيد من الأسهم بدلا من الاعتماد على مصادر داخلية كالأرباح المحتجزة، هذا النوع من النمط التمويلي المتمثل في زيادة إصدار أسهم جديدة، أو القروض الخارجية أو ما يسمى الرفع المالي، هذا من شأنه أن يؤدي إلى زيادة حدة التقلب في ربحية السهم وبالتالي في قيمته السوقية.
 - ✓ ضعف الإطار الرقابي والتنظيمي للأسواق العربية، عند غياب إطار رقابي مستقل ومنفصل عن إدارة سوق الأسهم يمكن أن يكون مصلحة خاصة للمستثمرين في البيع على المكشوف وذلك بهدف استدراج الأسعار نحو المزيد من الانخفاض لتحقيق الأرباح من جراء ذلك، وفي أوقات أخرى استدراجها نحو الأعلى لتحقيق أرباح مماثلة عند الانخفاض، الأمر الذي يتسبب في عدم استقرار السوق عموما، ولهذا السبب فإنه يتوجب وجود جهاز رقابي فاعل لمراقبة مثل هذه الأنشطة واتخاذ القرارات المناسبة بشأن التجاوزات التي تحصل من فترة إلى أخرى ولفتح المجال لتفعيل حزمة السياسات التي تتبناها الهيئة الرقابية لإنعاش السوق.
 - ✓ ضالة الدور الذي يلعبه المستثمر المؤسسي في أسواق الأسهم العربية، حيث يرى البعض أن ارتفاع نسبة مساهمة المستثمر المؤسسي في هذه الأسواق يقلل من تأثير العوامل الغير أساسية في تسعير الأسعار، وذلك لتبني المستثمر المؤسسي المنهجية العلمية عند اتخاذ القرار الشراء أو البيع لورقة معينة. وعليه يمكن اعتبار أسواق المنطقة العربية ناشئة نسبيا، وكانت قيمة الأسهم مرتفعة نهاية عام 2005 ولا تمثل القيمة الحقيقية للأسهم، كما أن هذه الأسواق تركز بشكل رئيسي على المستثمرين الأفراد، مما يؤدي إلى مزيد من التقلبات، نظرا إلى الاستثمارات القليلة في الآجال الطويلة.
 - ✓ بالرغم من التطورات التنظيمية والرقابية الهامة التي انتظمت بعض أسواق الدول العربية في الآونة الأخيرة، خصوصا سوق الأسهم السعودي الذي يعتبر الأكبر في المنطقة العربية، وأسواق دولة الإمارات العربية المتحدة (سوق أبوظبي ودبي المالي)، إلا أن حجم الاستثمارات الأجنبية في أسواق المال العربية مازالت ضئيلة، وبالتالي فإنه لا يعتقد أن تمثل مصدر عدم استقرار في الأسواق العربية، ولذلك فإنه ينبغي النظر لانعكاسات الأزمة المالية الأمريكية 2008 في الأسواق المالية العربية من خلال تأثيرها على عامل التوقعات المرتبطة بالتداعيات النفسية للمستثمر العربي، وللتأكيد على أهمية العامل النفسي في التأثير على حركة أسعار الأسهم في الأسواق العربية ينبغي ملاحظة أنه، في نفس اليوم الذي أعلن فيه بنك ليمان براذرز الأمريكي إفلاسه وشراء بنك أوف أمريكا لمريلينش خلال الأزمة المالية شهدت أسعار أسهم الدول العربية انخفاضا حادا في أسعار الأسهم.

¹ إبراهيم اونور، مرجع سبق ذكره، ص 04.

6- انخفاض الطاقة الاستيعابية لأسواق الأوراق المالية العربية:

ويعني به مدى قدرة أسواق الأوراق المالية العربية على استقطاب المدخرات وتحويلها إلى استثمارات مالية، وتقاس من خلال مقارنة حجم الإصدارات الجديدة وحجم التداول بالنسبة للنتائج المحلي والإجمالي والادخار المحلي الإجمالي. ويلاحظ انخفاض حجم التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي في معظم الأسواق المشاركة خلال (1994-2004) باستثناء الكويت التي ترتفع فيها نسبة حجم التداول إلى الناتج المحلي حيث وصلت إلى نحو 62.9 بالمائة في عام 2002، وقد وصلت هذه النسبة حوالي 16.5 بالمائة في السوق السعودي، ونحو 7.1 بالمائة في السوق المصري خلال عام 2002¹.

7- المضاربة المفرطة:

تدل عدة مؤشرات على وجود هذه الظاهرة في أسواق الأوراق المالية بصفة عامة، حيث ارتفع القيمة السوقية لعدد من أسهم الشركات التي تنخفض ربحيتها أو الخاسرة أو تحت التأسيس، وفي بعض الدول العربية (تونس، والمغرب، ومصر) ارتفعت مؤشرات بورصاتها بنسب تزيد على 70 بالمائة خلال عام 1994، بل تصل إلى أكثر من 100 بالمائة في بورصة الأوراق المالية بتونس، ولحدودية أحجام وعمق هذه الأسواق، فإنه يبدو أن ارتفاع أنشطتها ناتج عن المضاربات فيها. وتعزى ظاهرة المضاربات المفرطة بالأسواق المالية العربية إلى عدد من الأمور منها، قلة المعروض من الأوراق المالية وقلة المتاح منها للتداول، في ظل وجود طلب متزايد، والتوسع في الائتمانات والتسهيلات المصرفية للأغراض التعامل بالأوراق المالية، والتسعير الخاطئ للأوراق المالية قبل طرحه للاكتتاب، مثل طرحها بأقل من قيمتها مما يغري على شراءها بنسبة كبيرة وسريعة، الأمر الذي يقفز سعرها فوق مستواه الحقيقي بكثير².

¹ حسين عبد المطلب الأسرج، دراسة تحليلية لأسواق الأوراق المالية في الدول العربية، مجلة مصر المعاصرة، تصدرها الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والإحصاء والتشريع، العدد 481، القاهرة، يناير، 2006 ص 374.

² عماد صالح سلام، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، شركة أبوظبي للطباعة والنشر، أبوظبي، الإمارات، 2002، ص 284.

المطلب الثالث: معوقات تطور الأسواق المالية العربية

تعاني أسواق المال في الدول العربية من عدة عوائق تحد من تطورها ويرجع إلى الخلل الهيكلي في اقتصاديات الدول العربية والسياسات النقدية والمالية المنتهجة مع غياب التنسيق وتمثل المعوقات فيما يلي:

1- المعوقات التنظيمية: وتمثل هذه المعوقات فيما يلي:

✓ تباين أسواق الأوراق المالية العربية من حيث درجة تطورها حيث هناك أسواق عربية قد تأسست منذ بداية القرن الماضي لازالت في بدايتها.

✓ عدم وجود سوق منظمة للأسواق المالية¹.

✓ محدودية الأدوات المالية: حيث يقتصر نشاط التداول في الدول العربية على الأسهم دون السندات كصورة من صور التمويل بالدين والتي تصدرها الشركات في الحالات التي تحتاج فيها تمويل طويل الأجل، في هذا السياق تشير الأرقام إلى أن حجم تداول السندات بشكل 28% من مجموع التداول في السوق المصرية و22% في السوق المغربية و1% في السوق الأردنية خلال عام 2001 مقارنة بالدنمارك حيث بلغت النسبة 10 أضعاف نسبة تداول الأسهم في عام 2001 (686 مليار دولار للسندات مقابل 72.4 مليار دولار للأسهم).

2- المعوقات التشريعية: تعاني معظم الأسواق العربية من قصور التشريعات التي تحكم نشاطها خاصة ما يتعلق بتوفير

لحماية الكافية للمستثمرين والشركات المدرجة فيها فهناك من الأسواق العربية تفتقر إلى آلية الرقابة والإشراف على التداول واكتشاف أي خلل أو انحراف كالحصول على بيانات بطرق غير شرعية وتسريب معلومات أو إشاعات خاطئة في هذا الإطار نجد أن العقوبات غير محددة بشكل قاطع على مثل تلك الممارسات وهي السمة التي تميز على وجه التحديد للأسواق الخليجية عموماً².

3- المعوقات الهيكلية: وتتلخص كالاتي:

✓ عدم المشاركة الفعالة للقطاع الخاص في عمليات التنمية الاقتصادية كراقد استثماري لتحقيق الأرباح وليس كواجب وطني فقط.

✓ عدم استفادة المصارف العربية من وجود أوراق الأسواق المالية كمصادر مالية طويلة.

✓ تأخر برامج تخصيص في البلدان العربية.

✓ عدم توافر المعلومات المجمععة عن البورصات العربية ومحدودية الأجهزة التي تقوم بتجميعها وتوزيعها.

✓ قصور دور شركات الوساطة على الأسواق المحلية.

4- محدودية العرض والطلب على الأدوات الاستثمارية:

✓ من جانب عرض الأسواق المالية العربية تعاني من عدم تنوع عرض الأدوات الاستثمارية حيث أن الأسواق العربية تتصف بسيطرة النمط العائلي لشركات المساهمة ويعني ذلك استحواذ مؤسسي الشركات على الجزء الأكبر من الإصدارات حيث ينعكس ذلك على ضيق قاعدة المساهمين.

¹ صلاح الدين حسين السيسي ، مرجع سبق ذكره، ص 73.

² نجابة حسان، دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 5، بسكرة (الجزائر)، 2003، ص 258.

- ✓ أما قصور الطلب يرجع إلى انخفاض معدل الدخل والادخار الفرديين ومنافسة الحكومة ومؤسساتها وسيطرتها على ملكية الشركات في عدد من الأسواق العربية وأهمها:
- ✓ قلة المؤسسات التي تقوم بالوساطة المالية التي تعنى بمهام ترويج وتسويق الإصدارات الجديدة
- ✓ إنعدام توافر الشركات صانعة الأسواق التي تقوم بمهمة تحقيق توازن منتظم ومستثمرين عرض الأوراق المالية والطلب عليها
- ✓ عدم كفاءة وقدرة السماسرة في إعطاء المشورة للمستثمرين الراغبين في شراء الأوراق المالية وعدم إلهامهم بمهنة السمسرة وفق التعامل بالأوراق المالية.
- ✓ عدم توافر الوعي الاستثماري بين المتعاملين مما يترتب عليه سيطرة القطاع المؤسسي على التعامل في الأسواق المالية ومحدودية المشاركة الفردية في هذا النشاط الاستثماري.
- ✓ قلة عدد الشركات المساهمة التي يقوم عليها السوق المالي بما يؤدي إلى محدودية العرض.
- ✓ قصور مهنة تدقيق الحسابات وضعف الإفصاح المالي على المعلومات المالية للشركات¹.

¹ صلاح الدين حسن السيسي ، مرجع سبق ذكره، ص 74، 75.

المبحث الثالث: انعكاسات أبرز الأزمات المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية

لقد كان للأزمات المالية العالمية، التي شهدتها العالم، انعكاسات مالية ونقدية عديدة على الأسواق المالية العربية المختلفة، تفاوتت حدتها تبعاً لمستوى الترابط الموجود بين اقتصاديات العالم المختلفة. وقد تم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاث مطالب:

المطلب الأول: أثر أزمة جنوب شرق آسيا على الأسواق المالية العربية.

المطلب الثاني: تأثير الأزمة المالية الراهنة على أداء الأوراق المالية العربية.

المطلب الثالث: أداء الأسواق المالية العربية.

المطلب الأول: أثر أزمة جنوب شرق آسيا على الأسواق المالية العربية

تميزت سنوات التسعينيات بكثرة وشدة الأزمات المالية في الدول الناشئة لعل أهمها يتمثل في الأزمة التي ضربت

بأسواق دول جنوب شرق آسيا، حيث شهدت هذه الدول قبل سنة 1997 نجاحاً كبيراً من حيث النمو الاقتصادي وارتفاع معدلات الادخار والاستثمار والتصدير وكان الأمر بعيد التوقع أن تتعرض لمثل هذه الأزمة والتي كان لها تأثير على مختلف الأماكن البورصية من بينها العربية، هذا ما يدفعنا في بداية هذا المطلب محاولة التعرف عن الأسباب الحقيقية التي كانت وراء هذه الأزمة وأهم المراحل التي مرت بها وأخيراً انعكاساتها على البورصات العربية.

1- أسباب أزمة جنوب شرق آسيا:

ساهم في نشوب أزمة جنوب شرق آسيا التفاعل ما بين التراكم المفرط (Suraccumulation)،

المضاربة (Spéculation) والاستدانة المفرطة (Surendettement)، حيث أطلق على هذه الثلاث بـ "3S".

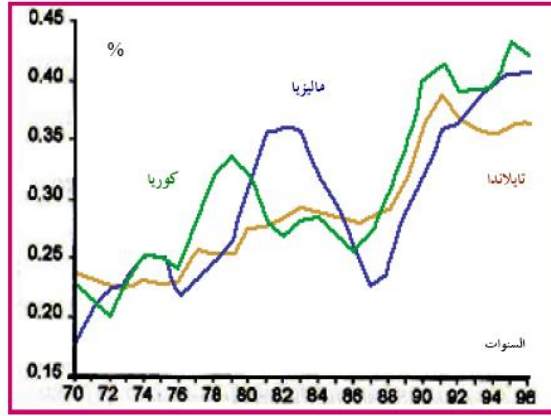
1-1- التراكم المفرط¹

يقصد بالتراكم المفرط "تراكم رأس المال بوتيرة لا تسمح بالمحافظة على معدل العائد المتوقع من طرف موردي

رؤوس الأموال. مثلاً: يعتبر إنشاء كيلومترات جديدة من السكك الحديدية ذو مردودية أقل مقارنة بالقديم، حيث تصبح بعض الدول تنتج بسعر منخفض مع تكلفة الإنتاج مرتفعة (من بينها أجور العمال)، وهنا من المفروض يتوقف التراكم المفرط، غير أنه يحدث العكس، بمعنى يستمر الاستثمار المحفز بمعدل العائد المرتفع (مع أمل أنه ما الذي نجح مرة سوف يتكرر مرة أخرى)، فيزداد العرض مع الأسعار دائماً منخفضة، وعليه ينتهي جزء من العائد المتراكم في شكل خسارة. ولما يتم الإدراك بالفارق ما بين العائد المحقق والعائد المتوقع يتراجع التراكم أو يمكن حتى أن يتوقف في بعض القطاعات، الأمر الذي يتمخض عنه تراجع النشاط الاقتصادي، تصفية المؤسسات... الخ

¹ Johsua Isaa, une trajectoire du capital; de la crise de 1929 à celle de la nouvelle économie, syllepse, paris, 2007, P' 182-183.

الشكل رقم (4) تطور معدل الاستثمار في كوريا، ماليزيا وتايلاند.



Source; Johsua Isaa, op cit, p183.

تمثل دول جنوب شرق آسيا وخصوصا تايلاند، كوريا الجنوبية وماليزيا أمثلة جيدة عن التراكم المفرط، وحتى اندونيسيا ولكن بدرجة أقل. حيث يتضح لنا من خلال الشكل المقابل ارتفاعا كبيرا في معدلات الاستثمار لثلاثة دول الأولى، التي ساهم في تمويلها الدخول المفرط لرؤوس الأموال الأجنبية.

حيث يرجع الإفراط في دخول رؤوس الأموال الأجنبية إلى ارتفاع عائدات الاستثمار في الدول الناشئة (حوالي

10 نقاط أكثر من معدل العائد المخصص في البلدان المتقدمة) والتي ترجع إلى مجموعة من العوامل من بينها انخفاض الضريبة الأجور.

كما يتضح لنا من خلال الجدول التالي أن الصادرات تمثل مفتاح اقتصاديات المنطقة، ففي مثل هذه الدول يكون الاستثمار مقابل عائد إذا كان عن طريق اللجوء إلى الصادرات، كما نلاحظ كذلك أن هذه الدول كانت تعاني من عجز كبير في ميزان الحساب الجاري الذي يجعل عدم قدرة المستثمرين الأجانب الحصول على كل عائداتهم، وبالتالي الحل الوحيد يكمن في التصدير عوض اللجوء إلى السوق المحلية، ومن ثم تراجع الصادرات يهدد مباشرة العائد¹.

¹ Johsua Isaa, oP cit,P183.

الجدول رقم (06): أهم مؤشرات الاقتصاد الكلي لدى دول جنوب شرق آسيا¹

1996	1995	1994	1993	1992	1991	
صادرات السلع والخدمات						
29.5	30.1	27.8	27.5	27.6	27.3	كوريا
25.8	25	25.5	25.7	26.7	25.3	اندونيسيا
91.3	93.8	88.9	78.7	75.8	77.5	ماليزيا
40.4	36.2	31.6	29.5	27.5	27.5	الفلبين
39.2	41.8	38.9	38	37.1	36.1	تايلاند
رصيد ميزان العمليات الجارية						
-4.4	-1.7	-1	0.3	-1.3	-2.8	كوريا
-3.4	-3.2	-1.6	-1.3	-2	-3.3	اندونيسيا
-4.4	-9.7	-6.1	-4.5	-3.7	-8.5	ماليزيا
-8.1	-8.1	-5.6	-5.1	-5.6	-7.7	تايلاند
التكوين الخام لرأس المال الثابت						
36.8	36.7	36	36.2	37	39	كوريا
29.6	28.4	27.6	26.3	27.1	28.1	اندونيسيا
42.5	43.6	40.2	38.9	36.6	36.4	ماليزيا
23.4	22.2	23.6	23.8	20.9	20	الفلبين
41.1	41.1	40	39.6	39.2	41.6	تايلاند
الديون الخارجية للبنوك						
8.7	6.5	5.2	4.3	4.7	4.9	كوريا
5.6	5.9	6.5	6.2	5.7	4.8	أندونيسيا
11.2	7.1	8.7	18.3	12.4	8.7	ماليزيا
17.4	8.8	6.7	5.5	5.6	4.4	الفلبين
27.1	27.8	21.5	11.1	5.9	4.9	تايلاند

Source: Johsua, Isaa, oP cit, P185

1-2- المضاربة²:

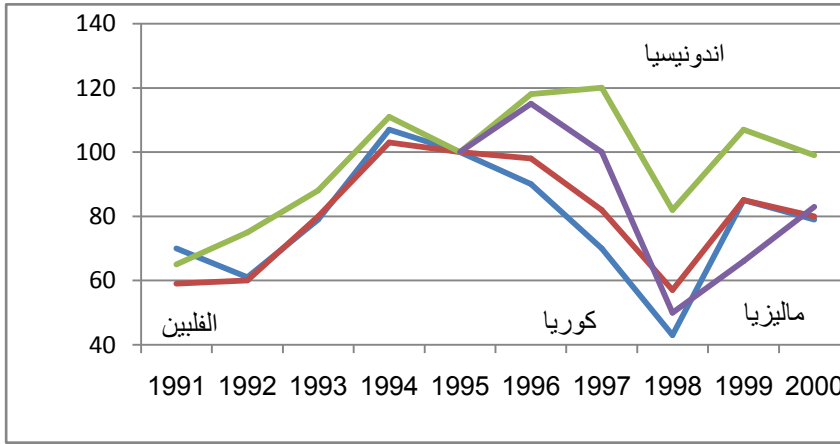
تعتبر المضاربة من أهم الأسباب التي ساهمت في انفجار الأزمة، بعد أن حققت دول جنوب شرق آسيا معدلات نمو كبيرة وصلت إلى 10% سنة 1995 في تايلاند، ماليزيا واندونيسيا. وفي هذه الحالة يمكننا طرح التساؤل التالي: كيف تغذي الأسواق هذه النمو المرتفعة؟

الجواب بسيط: عن طريق جذب المستثمرين الأجانب، بحيث يكمن مفتاح ثقة هذه الأخيرة في الوعد بالحفاظ على العلاقة ما بين العملة المحلية والدولار التي تحمي المستثمرين من أي خسارة في أسعار الصرف. ومع التدفق الهائل لرؤوس الأموال الأجنبية ابتعدت أسعار الأصول عن قيمتها الأساسية (انظر الشكل المقابل)، والذي يعني تكوين فقاعة مضاربة. ولما يفقد المستثمرون الثقة تنجح حركة رؤوس الأموال إلى الخارج، الأمر الذي يحدث تراجع في العملات المحلية التي تحفز زيادة خروج رؤوس الأموال (حلقة مفرغة).

¹ Johsua, Isaa, oP cit, P185

² Lafont Laurens et Molina Anton, marchés; boursiers; profiter de la crise ou comment jouer la prochaine reprise, gualina, éditeur; Paris, 2003, P'29-30.

الشكل رقم (5): تطور أسعار الأسهم (1992-2000)¹
قيمة الأسهم (1995=100)



Source: Lafont Laurens et Molina Anton p30

1-3- الاستدانة المفرطة

ما عدا الفلبين، حققت دول جنوب شرق آسيا معدلات ادخار جد مرتفعة، تراوحت خلال الفترة (1996-1991) ما بين 25% و40%، بالنسبة لكوريا الجنوبية، اندونيسيا، ماليزيا وتايلاند.²
الجدول رقم (07): معدل التمويل الذاتي (الادخار الوطني الخام بالنسبة إلى التكوين الخام لرأس المال الثابت)

1996	1995	1994	1993	1992	1991	
91.6	96.4	97.9	99.2	97.8	95.1	كوريا
74.2	76	84.4	84.7	124	112	اندونيسيا
89.9	80.4	86.4	88.2	85.7	80	ماليزيا
79.9	77.9	73.7	67.9	79.6	85.7	فلبين
82.4	86	86.9	85.6	84.3	82.5	تايلاند

Source: Johsua, Isaa p192.

غير أنه يرتبط مستوى الاستثمار ارتباط وثيقاً برؤوس الأموال الأجنبية، وهذا الذي يوضحه الجدول المقابل والذي يبين الادخار الوطني الخام بالنسبة إلى التكوين الخام لرأس المال الثابت، وعليه كان لا بد من الاستدانة خاصة بالنسبة للقطاع الخاص. حيث كانت تمثل مجمل هذه الديون سنة 1996 حوالي 53.4% من (PIB) بالنسبة لاندونيسيا، 55% من (PIB) لفلبين و50% من (PIB) لتايلاند. كما أن متوسط الاستثمار المحفظي على مجموع الاستثمارات (استثمار مباشر ومحفظي) جد مرتفع خلال الفترة (1996-1993) التي كانت تعادل 90.7% لكوريا الجنوبية، 62.1% بالنسبة للفلبين، 67.3% لتايلاند، هذا الذي يجعل الميزان التجاري مرتبط بحركة رؤوس الأموال.

¹ Lafont Laurens et Molina Anton p30

² Johsua, Isaa, oP cit, P192.

أما فيما يخص القروض الخارجية للبنوك فكانت هي الأخرى مرتفعة كذلك مما يجعله جد حساس للسحب المكثف لرؤوس الأموال. وعلى الرغم من الانخفاض في رؤوس الأموال الخاصة غير أنه عمدت البنوك على رفع حجم القروض الممنوحة للقطاع الخاص (انظر الجدول رقم 7).

2- أهم الأحداث التي عرفتها أزمة جنوب شرق آسيا:

نذكر فيما يلي الأحداث الرئيسية التي شاهدها دول جنوب شرق آسيا قبل وبعد حدوث الأزمة:¹

- ✓ **نهاية سنوات 1980 بداية 1990:** تحرير حركة رؤوس الأموال في المنطقة، والتي تعني انفتاح الاقتصاد أمام رأس المال الأجنبي، الذي ترتب عنه ارتفاع سريع للاستثمار، حيث وصلت هذه الأخيرة مثل كوريا الجنوبية إلى 40% من الإنتاج الداخلي الخام.
- ✓ **شتاء 1989-1990:** ارتفاع القروض البنكية في اليابان مع نمو سريع لأسعار العقارات، ومع نهاية 1989 وصلت الرسملة البورصية في اليابان إلى نصف الرسملة البورصية العالمية، مما أدى إلى انفجار الفقاعات المضاربية.
- ✓ **بداية سنوات 1990:** ترتب عن انخفاض في قيمة الين الياباني أزمة التي تراكمت مع ارتفاع قيمة الدولار، حيث كانت تمثل هذه الأخيرة عملة الارتكاز النقدي المعتمد عليها من طرف دول جنوب شرق آسيا، مما أضعف تنافسية اقتصاديات الدول الآسيوية والذي أنجز عنه عجز في الميزان التجاري.
- ✓ **2 جويلية 1997:** ترتب عن أول هجوم ضد العملة التايلاندية (البات) أزمة آسيوية، الذي يدفع بالحكومة التايلاندية إلى التخلي عن سعر الصرف الثابت. فانهيار العملة التايلاندية وكذا *la roupie* (أندونيسيا) التي قادت 80% من قيمتها مقابل الدولار الأمريكي، مما أدى إلى دخول الاقتصاد في ركود.
- ✓ **نهاية صيف 1997:** هجوم مضاري كذلك على العملة الماليزية (*ringgit*) الفلبين (*peso*). سحب المستثمرين الأجانب رؤوس أموالهم من تايلاند، كوريا الجنوبية، ماليزيا، الفلبين وأندونيسيا أكثر من مئة مليار دولار، تم سحبه من المنطقة أي ما يعادل 5% من الإنتاج الداخلي الخام الإجمالي للدول.
- ✓ **خريف 1997:** نتج عن الارتباط القوي ما بين اقتصاديات المنطقة انتشار الأزمة إلى باقي الدول الأخرى، مثل سنغافورة، هونغ كونغ وتايوان، (تراجعت العملة التايوانية مقابل الدولار الأمريكي بقيمة 45% في أقل من ثلاثة أسابيع) وكوريا الجنوبية.
- ✓ **15 جانفي 1998:** لجوء اندونيسيا إلى مساعدة صندوق النقد الدولي بهدف تجنب عدم القدرة على سداد ديونها.
- ✓ **شتاء 1997-1998:** تدخل صندوق النقد الدولي في معظم دول المنطقة (وفي كوريا الجنوبية) ما عدا ماليزيا رفضت أي تدخل من طرف الصندوق.
- ✓ **1998:** إفلاس العديد من المؤسسات المدينة (خاصة بالدولار) نتيجة ارتفاع حجم الديون المتعثرة، مما أدى إلى انهيار الجهاز المصرفي، كما ساهم ارتفاع التضخم في زيادة نسبة الفقر والبطالة في المنطقة.

¹ Giles, Chris les erreurs du fonds monétaire international, problèmes économiques, décembre 2007, n°2937, P8.

3- بعض أهم تأثيرات أزمة جنوب شرق آسيا على الأسواق المالية العربية

بالنسبة لتأثير الأزمة يمكن النظر إليها من زاويتين:

1. تأثير الأزمة على الأموال العربية في البورصات الأجنبية.

2. تأثير الأزمة على الأسواق المالية العربية.

فبالنسبة إلى تأثير الأزمة على الأموال العربية في البورصات الأجنبية يكفي أن نشير إلى أن إجمالي رسملة الشركات

المدرجة في أسواق المال العربية لم يتجاوز حوالي 107.80 مليار دولار أمريكي، ويعتبر هذا ضئيلاً إذا ما قورن بإجمالي الأصول الأجنبية المملوكة لدى القطاع الخاص العربي (في الخارج) والتي تتراوح بين 850-900 مليار دولار يتركز منها 43% في قطاع المصارف والبورصات الأمريكية والأوروبية والآسيوية، أما بالنسبة لتأثير الأزمة على الأسواق فيلاحظ:

✓ الانخفاض المستمر في مستوى الأسعار في بعض البورصات العربية فمثلاً يرى البعض أن انخفاض أسعار الأسهم في السوق المصرية يرجع إلى أن بعض الأسهم كان مبالغاً في أسعارها وبدأ المستثمر بمزيد التحليل والمعلومات يقوم الأسهم بطريقة أكثر واقعية.

✓ الفزع والتشاؤم الذي انتاب معظم المستثمرين الأفراد في العالم العربي نتيجة ربطهم بين ما حدث في البورصات العالمية والبورصات العربية (حالة مصر ودول الخليج).

قيام بعض الجهات الأجنبية التي لها استثمارات عالمية ببيع أجزاء من محافظها لتعويض الخسائر التي لحقت بها في البورصات الأخرى (مصر) هذا وقد تراوح الأداء في الأسواق المالية العربية بين انخفاض قدره 1.6% (البحرين) وصعود قدره 1.9% (الكويت) أما المعدل لجميع أسواق الأسهم العربية فكان صعوداً في حدود 1.1% في حين انخفضت الأسواق الصناعية في حدود 7.6 في الفترة نفسها.

يرجع للأسباب الآتية:

- 1 - استمرار برامج الخصخصة للشركات الحكومية (الكويت - مصر).
- 2 - إن معظم الأسواق العربية مغلقة.
- 3 - انخفاض نسبة الاستثمار الأجنبي في الأسواق المالية العربية فمثلاً لا يتجاوز الاستثمار الأجنبي في مصر 6% من قيمة الأوراق المالية المقيدة في بورصة الأوراق المالية.
- 4 - عودة بعض الأموال العربية من الخارج نتيجة للأضرار التي لحقت بهم في الخارج.
- 5 - معظم الشركات العربية المدرجة في الأسواق المالية العربية لا تعتمد على التصدير للربح.¹

¹ عادل حميد يعقوب عبد العال، أزمة الأسواق المالية في آسيا وأثرها على أسواق المال في العالم العربي، مجلة العلمية للتجارة، العدد 24، 1999، ص

المطلب الثاني: تأثير الأزمة المالية الراهنة على أداء الأوراق المالية العربية

1- التعريف بالأزمة

تعتبر أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية من أشد الأزمات التي هزت أكبر اقتصاديات العالم، وزعزعت استقرار أسواق المالية الدولية، وامتدت تداعياتها لتهدد بإغراق الاقتصاد العالمي. وقد بدأت بوادرها سنة 2007 لتتعمق أكثر سنة 2008، وتطلب الأمر خططا هائلة لإنقاذ البنوك لتجنب ما يقول البعض انه قد يكون أكبر أزمة مالية منذ أزمة الكساد العظيم سنة 1929، كما كشفت عن هشاشة النظام الأمريكي القائم على الرأسمالية الليبرالية. وباعتبار الشراكة الأولى للأزمة كانت في قطاع العقار فان الأمر يتطلب أولا فهما وتدقيقا في آلية التمويل العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية.¹

2- أسباب الأزمة:

1-2 أزمة الرهن العقاري: يعتبر موضوع الرهن العقاري السبب الرئيسي والمباشر للأزمة، حيث شجع الازدهار الكبير

لسوق العقارات الأمريكية ما بين عامي 2001 و 2006 البنوك وشركات الإقراض على اللجوء إلى الإقراض العقاري مرتفع المخاطر، ويتم بموجبه التعاقد بين ثلاث أطراف بين مالك لعقار ومشتري وممول (بنك أو شركة تمويل عقاري) على أن يقوم المالك ببيع العقار للمشتري بمبلغ معين ويدفع المشتري جزءاً من الثمن (10 % مثلا) ويقوم الممول في ذات العقد بدفع باقي الثمن للبائع مباشرة واعتباره قرضا في ذمة المشتري مقابل رهن العقار للممول ويسدد القرض على أقساط طويلة الأجل (ما بين 15 - 30 سنة) بفائدة تبدأ عادة بسيطة في السنتين الأوليتين ثم تتزايد بعد ذلك ويسجل العقار باسم المشتري ويصبح مالكة له حق التصرف فيه بالبيع أو الرهن. وكون البنوك أغفلت التحقق من الجدارة الائتمانية للمقترضين وأغرتهم بفائدة بسيطة في الأول ثم تزايدت وتوسعت في منح القروض مما خلق طلبا متزايدا على العقارات إلى أن تشبع السوق فانخفضت أسعار العقارات وعجز المقترضون عن السداد وكانت البنوك قد باعت هذه القروض إلى شركات التوريق التي أصدرت بها سندات وطرحتها للاكتتاب العام وبالتالي ترتب على الرهن العقاري كم هائل من الديون مرتبط ببعضها ببعض في توازن هش أدى إلى توقف المقترضين عن السداد وبالتالي حدثت المشكلة.

كما توسعت المؤسسات المالية في إعطاء القروض للمؤسسات العقارية وشركات المقاولات والتي زادت عن 700 مليار دولار لكن ارتفاع معدل الفائدة العام أدى إلى إحداث تغير في طبيعة السوق الأمريكية تمثل في انخفاض أسعار المساكن، الأمر الذي شكل بداية اشتعال الأزمة إذ توجب على الكثير من المقترضين سداد قروضهم، فبدأت المؤسسات المالية وشركات الإقراض تعاني تداعيات هذه القروض الكبيرة المتراكمة.²

وأدى ارتباط عدد كبير من المؤسسات المالية خاصة الأوروبية والآسيوية بالسوق المالية الأمريكية إلى أن تطال الأزمة شركات القروض العقارية والمصارف وصناديق التحوط وشركات الاستثمار والأسواق المالية في جميع أنحاء العالم.

¹ نادية العقون، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج "دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر باتنة، 2012-2013، ص141.

² قدي عبد المجيد، الأزمة الاقتصادية الأمريكية وتداعياتها العالمية، مقال معد للنشر.

وبلغ حجم القروض المتعثرة للأفراد نحو 100 مليار دولار، مما أدى إلى تراجع أسهم المؤسسات المالية المقرضة وهبوط مجمل الأسواق المالية الأمريكية ثم الآسيوية والأوروبية تبعاً لها.

2-2 التوريق أو الخصم: عندما تتجمع لدى البنك محفظة كبيرة من رهون العقارية، يقوم باستخدام هذه "المحفظة من الرهون العقارية" لإصدار أوراق مالية جديدة يقترض بها من المؤسسات المالية الأخرى بضمان هذه المحفظة، وهو ما يطلق عليه التوريق، حيث أن البنك لم يكتف بالإقراض الأولي بضمان هذه العقارات، بل أصدر موجة ثانية من الأصول المالية بضمان هذه الرهون العقارية فالبنك يقدم محفظته من الرهون العقارية كضمان للاقتراض الجديد من السوق عن طريق إصدار سندات أو أوراق مالية مضمونة بالمحفظة العقارية، وهكذا فإن العقار الواحد يعطي مالكة الحق في الاقتراض من البنك، ولكن البنك يعيد استخدام نفس العقار ضمن محفظة أكبر، للاقتراض بموجبها من جديد من المؤسسات المالية الأخرى، وهذه هي المشتقات المالية، وتستمر العملية في موجة بعد موجة، بحيث يولد العقار طبقات متتابعة من الإقراض بأسماء المؤسسات المالية واحدة بعد الأخرى، هكذا أدى ترك الإقراض في قطاع واحد "العقارات" على زيادة المخاطر، وساعدت الأدوات المالية الجديدة "المشتقات" على تفاقم هذا الخطر بزيادة أحجام الإقراض موجة تلو الموجة.

وإذا تعثر مالكي العقارات عن السداد أو انخفضت قيمة العقارات في الأسواق فإن حملة السندات يسارعوا إلى بيع ما لديهم فيزيد العرض وينخفض سعرها وتزيد الضغوط على كل من المؤسسات المالية وشركات التوريق وهكذا يمكن القول إن التوريق بما ينتجه من تضخم لقيمة الديون وانتشار حملة السندات الدائنين وترتيب مديونيات متعددة على نفس العقار هو حجر الزاوية في حدوث الأزمة المالية.

2-3 المشتقات المالية: وأثر المشتقات على الأزمة يظهر في أن التوسع في اشتقاق أدوات مالية جديدة تعتمد على الثقة في تحقيقها مكاسب في المستقبل، ونظراً لانهيار أسعار الأسهم والسندات الصادرة عن البنوك والشركات الاستثمارية أهدرت قيمة هذه المشتقات وحدث زعر في الأسواق

المالية نتيجة لتزاحم الجميع على تصفية مراكزهم فانخفضت مؤشرات الأسواق انخفاضاً كبيراً أدى إلى شلل هذه الأسواق، ومن العجب أن من أهم أهداف هذه المشتقات هو مواجهة المخاطر التي يمكن أن تحدث وأظهرت الأزمة عجزها حتى عن حماية نفسها¹

¹ محمد عبد الحليم عمر، قراءة إسلامية في الأزمة المالية العالمية، ورقة مقدمة في ندوة "الأزمة المالية العالمية من منظور إسلامي وتأثيرها على الاقتصاديات العربية"، جامعة الأزهر، 11 أكتوبر 2008.

2-4 نمو نشاط المضاربات: ¹

إن النمو المتعظم في حجم قطاع المضاربات لم يقابله حصول نمو حقيقي مماثل في القيمة الاقتصادية للمؤسسات المصدرة لهذه الأسهم ، لذلك فقد أحرقت المضاربات في أسواق البورصات العالمية بصورة غير منضبطة وغير مستندة إلى أسس اقتصادية سليمة مما تسبب لاحقاً في عرقلة التسديد وحصول أزمة .

نتج توسع نشاط المضاربة في سوق العقارات في الولايات المتحدة عن الأرباح العالية المحققة فيه، ومن التسهيلات الائتمانية الواسعة التي قدمتها البنوك للمستثمرين في هذا القطاع ، كل ذلك شجع المستثمرين على التوسع الكبير في الاستثمار في هذا القطاع ، وأدى إلى حصول فارق كبير بين أسعارها الحقيقية والسوقية ، وعندما حصل تغير في المتغيرات المؤثرة على عوامل العرض والطلب حدثت الأزمة، التي سرعان ما انتقلت إلى الأنشطة الأخرى والدول الأخرى المرتبطة معها بعلاقات بيئية واسعة .

2-5 نقص أو انعدام الرقابة أو الإشراف الكافي علي المؤسسات المالية الوسيطة: ²

تخضع البنوك التجارية في معظم الدول لرقابة دقيقة من البنوك المركزية، ولكن هذه الرقابة تضعف أو حتى تنعدم بالنسبة لمؤسسات مالية أخرى مثل بنوك الاستثمار وسماسرة الرهون العقارية أو الرقابة على المنتجات المالية الجديدة مثل المشتقات المالية أو الرقابة على الهيئات المالية التي تصدر شهادات الجدارة الائتمانية، وبالتالي تشجع المستثمرين على الإقبال على الأوراق المالية.

3-تأثير الأزمة على أسواق المالية العربية:

شهدت أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2008 تقلبات حادة وتراجعات غير مسبوقه في مؤشراتهما متأثرة بتداعيات الأزمة المالية العالمية التي امتدت لتطال كافة البورصات العالمية والناشئة على حد سواء. فبعد التحسن النسبي في أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2007 وفي بداية 2008، عاودت مؤشرات هذه الأسواق الهبوط وبشكل كبير خلال النصف الثاني من عام 2008 وانخفضت أحجام التداول باستثناء سوق العراق وبورصة تونس للأوراق المالية. وانخفض المؤشر المركب الذي يحتسبه صندوق النقد العربي والذي يقيس أداء الأوراق المالية العربية بما نسبته 49.40% ليصل إلى 166.2 نقطة في نهاية عام 2008، مقارنة مع 328.7 نقطة في نهاية عام 2007. وفيما يتعلق بالأداء الفردي للأسواق وفقاً لمؤشراتها المحلية، فقد سجل سوق دبي المالي أكبر تراجع منت بين الأسواق العربية بنسبة بلغت 72.42% تليه السوق المالية السعودية بنسبة 57.02%. وسجلت البورصة المصرية خسارة بلغت نسبتها 56.43%. ثم سوق أبوظبي للأوراق المالية بنسبة 47.49%. وتراجعت سوق الدوحة للأوراق المالية بنسبة 28.12%. بينما تعتبر بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء أقل البورصات العربية تراجعاً خلال عام 2008 وذلك بنسبة 13.48%.

¹ فلاح شفيق، النشاط الربوي والأزمات المالية .

(http://www.iraker.dk/index.php?option=com_content&task=view&id=8549&Itemid=99)، تاريخ الاطلاع: 2014/05/14

² حازم البيلاوي، الأزمة المالية الحالية

(http://today.almasryalyoum.com/article2.aspx?ArticleID=180945) ، تاريخ الاطلاع: 2014/05/14.

ويوضح الجدول التالي نسب التغيير في مؤشرات أسعار أسهم البورصات العربية:

الجدول رقم (08): مؤشرات أسعار أسهم البورصات العربية خلال سنة 2008¹

البورصة	المؤشر كما في 2007/12/31	المؤشر كما في 2008/12/31	نسبة التغير %
سوق دبي المالي	5931.95	1636.29	-72.42
سوق الأسهم السعودي	11175.96	4802.99	-57.02
البورصة المصرية	10549.74	4596.49	-56.43
سوق أبوظبي للأوراق المالية	4551.80	2390.01	-47.49
سوق مسقط للأوراق المالية	9035.48	5441.12	-39.78
سوق الكويت للأوراق المالية	12558.90	7782.60	-38.03
سوق البحرين للأوراق المالية	2755.27	1804.07	-34.52
سوق الدوحة للأوراق المالية	9580.45	6886.12	-28.12
بورصة بيروت	129.20	102.4	-20.74
بورصة عمان	7519.00	6243.14	16.97
سوق فلسطين للأوراق المالية	527.26	441.66	-16.23
سوق الخرطوم للأوراق المالية	2962.10	2552.27	-13.84
بورصة الدار البيضاء	12694.97	10984.29	-13.48
بورصة للأوراق المالية بتونس	2614.00	2892.40	10.65
بورصة العراق للأوراق المالية	34.59	58.36	68.72

المصدر: سوق الدوحة للأوراق المالية، التقرير السنوي 2008، ص 12.

بالنسبة لأحجام أسواق الأوراق المالية العربية فقد عرفت تراجعاً كبيرة خلال عام 2008 وبدرجات

متفاوتة بحسب تأثر كل دولة بالأزمة المالية، ويمكن تلخيص أحجام أسواق الأوراق المالية في المؤشرات التالية²:

✓ القيمة السوقية:

انخفضت القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية العربية في نهاية عام 2008 بنسبة 42.5% لتبلغ نحو 769.589 مليار دولار أمريكي، مقارنة بنحو 1338 مليار دولار بنهاية العام 2007. ولقد انخفضت القيمة السوقية لسوق دبي المالي بنحو 54.3%، وسوق الكويت بنحو 41.8%، وسوق أبوظبي للأوراق المالية بنسبة 43.2%، وبورصة القاهرة والإسكندرية بنحو 38.1%.

وبذلك تغير الحجم النسبي للأسواق العربية، حيث شكلت القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودية ما نسبته 32% من القيمة السوقية الإجمالية للأسواق المالية العربية، تلاها سوق مصر بنحو 11.2%، وسوق الدوحة 10%، وسوق الكويت بنحو 9.1%، وسوق أبوظبي بنحو 8.9%، في حين تراوحت سوق دبي المالي إلى حوالي 8.2%.

¹ سوق الدوحة للأوراق المالية، التقرير السنوي 2008، ص 12.

² صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2008، الفصل السابع، ص 132.

المطلب الثالث: أداء الأسواق المالية العربية

لقد بذلت الدول العربية جهوداً كبيرة لتطوير وتحديث أسواق الأوراق المالية فيها وتحسين أداؤها بغية زيادة كفاءة هذه الأسواق في حشد الموارد وتعزيز قدرتها التنافسية في اجتذاب الاستثمارات الأجنبية، وفي توفير التمويل طويل الأجل للقطاع الخاص للتمكين من القيام بدوره المنشود في عملية التنمية.

وتتوزع الدول العربية بين دول تتوفر فيها أسواق أولية منظمة بشكل كامل ودول فيها أسواق ثانوية منظمة بشكل كامل، فيما يوجد تنظيم جزئي للأسواق الثانوية في بعض منها، وثمة محاولات تنظيم السوق الثانوية في دول أخرى، وهناك دول عربية لم تتوفر فيها أسواق مالية، وقد واصلت الأسواق المالية في الدول العربية نشاطها وتطورها عبر مراحل مختلفة وتعرضت بعضها لإشكالات سياسية ومالية واقتصادية مما يولد لدى المحللين الانطباع، بأنها لم تؤدي دوراً يتناسب وما وصلت إليه من تطور، وبغض النظر عن التطرف والمغالاة في تقييم أداؤها الاقتصادي. فإن العودة إلى البيانات تقدم لنا تصوراً محدداً عما آلت إليه مسيرتها والآفاق التي يمكن انتظارها.¹

وقد كشفت البيانات المنشورة أن أسواق المال العربية حققت نشاطاً جيداً انعكس على حجم الأسهم المكتتب بها للشركات المدرجة في هذه الأسواق إذ بلغ عدد الشركات المدرجة بنهاية الربع الثاني من عام 2008 1539 شركة، بعدما بلغت 1550 شركة بنهاية عام 2007 كما هو مبين في الجدول التالي:

الجدول رقم (09): عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية 1994- الربع الثاني 2008

السنة	عدد الشركات المدرجة
1994	1089
1998	1446
2000	1678
2002	1776
2007	1550
الربع الأول 2008	1547
الربع الثاني 2008	1539

المصدر: التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2003.

نلاحظ من الجدول أن عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية ارتفع من 1089 شركة عام 1994 إلى 1550 شركة عام 2007، ثم انخفض إلى 1539 شركة بنهاية الربع الثاني من عام 2008 وتعتبر البورصة المصرية أكبر الأسواق المالية العربية من حيث عدد الشركات المدرجة إذ تمثل ما نسبته 24.5% تليها بورصة عمان بنسبة 16.5%، ثم سوق الكويت للأوراق المالية بنسبة 13%، أما باقي الأسواق المالية فتستحوذ على نسب أقل.²

رسملة البورصات العربية: ارتفعت رسملة البورصات العربية (القيمة الرأسمالية للبورصات المدرجة أسهمها بالبورصات) من 423739 مليون دولار عام 2003 إلى 1389506 مليون دولار نهاية الربع الثاني من عام 2008، وقد شكل سوق الأسهم السعودي ما نسبته 34% من القيمة السوقية لأسواق المال العربية، تأتي بعدها البورصة المصرية للأوراق المالية بنسبة 11%، كما هو مبين في الجدول التالي:

¹ كريم سالم حسين، إبراهيم رسول هاني، المتغيرات الاقتصادية العالمية وانعكاساتها على أسواق المال العربية، المؤتمر العلمي الأول لكلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، للفترة من 22-24 تموز/2003، جامعة العلوم التطبيقية/عمان، الأردن، ص 14.

² صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، العدد 54، الربع الثاني 2008، ص 9.

الجدول رقم (10): القيمة الرأسمالية للبورصات العربية 1994-الربع الثاني 2008

(القيمة: مليون دولار)

الربع الثاني 2008	2007	2005	2003	
133923	121128	71689	5519	سوق أبوظبي للأوراق المالية
57031	41233	37631	10967	بورصة عمان
30471	27016	17276	9702	سوق البحرين للأوراق المالية
473247	518984	647503	157164	سوق الأسهم السعودي
119562	135362	139486	61312	سوق الكويت للأوراق المالية
90591	75495	55770	11556	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
102	97	-	-	بورصة الجزائر
6614	5339	2836	2195	بورصة الأوراق المالية بتونس
137166	138179	86872	35109	سوق دبي المالي
3772	4931	-	-	سوق الخرطوم للأوراق المالية
3118	2474	2404	3752	سوق فلسطين للأوراق المالية
29140	23086	10928	6615	سوق مسقط للأوراق المالية
135722	95505	60913	40436	سوق الدوحة للأوراق المالية
16231	10894	4917	10503	بورصة بيروت
152817	138828	79703	27909	بورصة القاهرة والإسكندرية
1389506	1338550	1167728	423739	المجموع

المصدر: صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، العدد 54، الربع الثاني 2008، ص 81 التقرير السنوي للأسواق المالية العربية، 2008.

من خلال الجدول نلاحظ أن هناك أسواقاً شهدت زيادات كبيرة في قيمتها السوقية، فقد زاد القيمة السوقية لكل من بورصة بيروت وعمّان وسوق الدوحة للأوراق المالية بنسبة 49% و38.3% و42.1% على الترتيب في الربع الثاني من عام 2008 مقارنة بالربع الأخير من عام 2007، بينما شهدت باقي الأسواق المالية العربية زيادات بنسب أقل، أما الأسواق المالية التي عرفت انخفاضاً خلال نفس الفترة فهي سوق الخرطوم والكويت للأوراق المالية وسوق الأسهم السعودي بنسبة 23.5% و8.8% على التوالي.

ويرجع ازدياد الرسملة البورصية بالدرجة الرئيسية إلى القوانين والتدابير التي اتخذت في الدول العربية التي استهدف من ورائها تشجيع المستثمرين المحليين والأجانب من خلال رفع الحد الأقصى لنسبة مشاركة المستثمر الأجنبي في الأسواق وفق الأسس والضوابط التي تم تحديدها، وإصدار قوانين معدلة لقوانين الشركات تقضي باعتماد مرونة أكبر في تحديد الحد الأدنى لرأس المال لدى تأسيسها وتطوير المؤشرات لكي تعكس أداء الأسواق المالية بشكل أكثر دقة، كما قامت بعض الأسواق بتعديل قوانين سوق المال وتعزيز الرقابة، عمدت أسواق أخرى إلى تطوير خدماتها الإلكترونية للمستثمرين وكافة المتعاملين فيها بغية توفير معلومات وبيانات فورية عن التداول، وإلى تحسين أنظمة التسويات والإيداع المركزي، وهو ما أظهره ارتفاع معدل النمو السنوي لقيمة الأسهم للأسواق العربية.¹

أما فيما يتعلق بعدد الأسهم المتداولة فقد ارتفع خلال الربع الثاني من العام الحالي بنسبة 5.8% عن مستواه خلال الربع الثاني من العام الماضي، وتجدد الإشارة إلى أن نحو 93.6% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة تم تداولها في خمسة أسواق فقط هي

¹ نفس المرجع السابق، ص 8.

سوق الأسهم السعودي وسوق دبي المالي وسوق أبو ظبي للأوراق المالية، وسوق الكويت للأوراق المالية، وبورصتي القاهرة والإسكندرية، كما هو مبين في الجدول التالي:

الجدول رقم (11): مؤشرات قيمة الأسهم وتداولها في الأسواق المالية العربية

2008		2007		2000	1994	
الربع الثاني	الربع الأول	الربع الثاني	الربع الأول			
307290	349421	279918	286184	365393	105131	قيمة الأسهم المتداولة (مليون دولار)
90651	94928	85673	48872	90730	31500	عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم)
4754	5495	4318	4716	-	-	معدل حجم التداول اليومي (مليون دولار)

المصدر: التقرير الاقتصادي العربي الموحد سبتمبر 2001 ص 166

صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، مرجع سابق، ص 84، 83.

ولتحليل أداء أسواق الأسهم العربية يمكن متابعة أهم المؤشرات التي تعكس تطورات الأسواق المالية بصفة عامة وهي¹:

✓ مؤشر الأهمية لأسواق الأسهم في الاقتصاد.

✓ مؤشر معدل دوران الأسهم.

✓ مؤشر مضاعف السعر على العائد.

✓ مؤشر متوسط حجم الشركات المدرجة.

أظهر مؤشر الأهمية النسبية لأسواق الأسهم في الاقتصاد أن القيمة السوقية للأسهم المتداولة خلال عام 2007 تجاوزت

قيمة الناتج المحلي الإجمالي في بورصة عمان حيث بلغ المؤشر نسبة 260%، وسوق الدرجة للأوراق المالية بنسبة

150%، وسوق البحرين للأوراق المالية بنسبة 108%، وتجاوزت القيمة السوقية للأسهم المتداولة 50% من قيمة

الناتج المحلي الإجمالي بالنسبة لسوق أبو ظبي للأوراق المالية 63%، وسوق دبي المالي 72%، في حين بلغت القيمة

السوقية للأسهم المتداولة نسبة تقل 50% من قيمة الناتج المحلي الإجمالي في باقي الأسواق العربية.

أما بالنسبة للمؤشر الثاني والذي يقيس معدل دوران الأسهم، فقد تراجع هذا المؤشر في الأسواق العربية مجتمعة

من 190% في عام 2006 إلى 83% في عام 2007، وتصدر سوق الأسهم السعودي قائمة الأسواق التي انخفض

فيها معدل دوران الأسهم، من 429% عام 2006 إلى 131% عام 2007، ثم بورصة عمان من 73% في عام

2006 إلى 42% في عام 2007، وبورصتي القاهرة والإسكندرية من 52% في عام 2006 إلى 2007، في حين

ارتفع هذا المؤشر في سوق الكويت للأوراق المالية من 56% في عام 2006 إلى 100% في عام 2007.

وبالنسبة للمؤشر الثالث، وهو مضاعف السعر على العائد، فقد سجلت بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء

أعلى ارتفاع في هذا المؤشر، حيث بلغ هذا المؤشر حوالي 34 في عام 2007، مقابل حوالي 32 في عام 2006،

وتلتها بورصة عمان عند مستوى 28، وسوق الأسهم السعودي عند مستوى 23.2، وبورصتي القاهرة والإسكندرية

عند مستوى 19.1.

وفيما يتعلق بمتوسط حجم الشركات المدرجة في الأسواق العربية، فقد تصدر سوق الأسهم السعودي قائمة

الأسواق العربية، حيث وصل متوسط رأسمال الشركة الواحدة التي يتم التداول في أسهمها في هذا السوق إلى حوالي

¹ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2007، الفصل السابع، ص 138.

4.7 مليار دولار في نهاية عام 2007، ويليه سوق دبي المالي بقيمة 2.5 مليار دولار، ثم سوق الدوحة بقيمة 2.5 مليار دولار.¹

ويمكن توضيح أهم المؤشرات التي تعكس تطورات أداء أسواق الأوراق المالية العربية من خلال الجدول الموالي:

الجدول (12): أهم مؤشرات أداء أسواق الأسهم العربية خلال عام 2007

السوق	أهمية القيمة السوقية للأسهم في الاقتصاد	معدل دوران الأسهم %	مضاعف السعر إلى العائد	عدد الشركات المدرجة	متوسط حجم الشركة (مليون دولار)
سوق أبوظبي للأوراق المالية	63.1	39.4	16.3	64	1.893
بورصة عمان	260.4	42.3	28.0	245	168
سوق البحرين للأوراق المالية	146.1	4.0	13.1	51	530
سوق الأسهم السعودي	137.6	131.4	23.2	111	4.676
بورصة الدار البيضاء	102.8	29.8	33.8	73	1.034
بورصة الأوراق المالية بتونس	15.4	14.0	16.2	51	105
بورصة الجزائر	0.1	0.2	5.3	2	49
سوق دبي المالي	72.0	74.8	16.5	55	2.512
سوق الخرطوم للأوراق المالية	8.6	3.9	-	52	95
سوق مسقط للأوراق المالية	57.2	22.6	14.7	125	185
سوق الدوحة للأوراق المالية	149.5	31.3	-	40	2.388
بورصة بيروت	44.1	9.1	-	15	726
بورصتي القاهرة والإسكندرية	108.5	47.3	19.1	435	319

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2007، مرجع سابق، ص 139.

¹ نفس المرجع السابق، ص 138.

خلاصة الفصل:

بعد دراستنا لهذا الفصل نلاحظ أن السمات الأساسية لبورصات الأوراق المالية العربية ومعوقات الربط فيما بينها تحول دون قيامها بالدور المطلوب منها في حشد وتجميع المدخرات العربية والأجنبية بدرجة الكفاية واستخدامها في مجالات التنمية الشاملة في المنطقة العربية.

ومن خلال العقبات التي تواجه عملية الربط والانفتاح بين البورصات العربية تتضح جليا أن معظمها يعاني من نقص كبير في الأطر القانونية والتنظيمية والمؤسسية وضيق القاعدة الاستثمارية، وافتقارها إلى الأدوات المالية المتنوعة، بالإضافة إلى وجود ضعف شديد في آليات عمل البورصات العربية.

يعتبر سوق السعودية كغيره من الأسواق المالية العربية لم تكن بمنأى من تداعيات الأزمة المالية العالمية وأثارها المدمرة وارتفعت بذلك حدة التقلبات في أسعار أسهم الشركات المدرجة. كما ساهمت العوامل المتعلقة بالآثار النفسية للأزمة والتي ولدت لدى المستثمرين حالة من الذعر والهلع في الزيادة من شدة تلك التقلبات، بالإضافة إلى انتشار ظاهرة الانقياد والتقليد لما يجري في الأسواق الأخرى. كما أدى الهبوط الحاد في أسعار النفط قبيل اندلاع الأزمة إلى استمرار التراجع في أداء البورصة السعودية. وقد تناولنا في هذا الفصل ثلاث مباحث:

المبحث الأول: التعرف على السوق المال السعودي.

المبحث الثاني: تأثير الأزمة المالية على السوق المال السعودي.

المبحث الثالث: تطور أداء سوق المال السعودي والسبل المقترحة لمواجهة الأزمة.

المبحث الأول: التعرف على السوق المال السعودي

أنشئت في المملكة سوق لتداول الأوراق المالية سميت «السوق المالية السعودية»، على أن تكون الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل في تداول الأوراق المالية في المملكة الذي يديره مجلس الإدارة مكون من تسعة أعضاء يعين بقرار من مجلس الوزراء بترشيح من رئيس مجلس إدارة هيئة السوق المالية ، يختارون من بينهم رئيساً للمجلس ونائباً للرئيس.

وقد تم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاث مطالب:

المطلب الأول: نبذة تاريخية عن السوق المال السعودي.

المطلب الثاني: خصائص سوق المال السعودي.

المطلب الثالث: الإطار التشريعي والتنظيمي للسوق المال السعودي.

المطلب الأول: نبذة تاريخية عن السوق المال السعودي

1-نبذة تاريخية:

بداية تاريخ الشركات المساهمة في المملكة السعودية تعود إلى الثلاثينيات، حيث تم تأسيس أول شركة مساهمة سعودية في عام 1934م، وهي الشركة العربية للسيارات، وفي عام 1954م تم تأسيس شركة الاسمنت العربية ثم تبعتها ثلاث شركات كهرباء. وتتابع بعد ذلك تأسيس العديد من الشركات المساهمة الأخرى مواكبة للاحتياجات الأولية للتنمية الاقتصادية لتلك المرحلة.

ويمكن تحديد بداية ظهور سوق الأسهم في المملكة إلى نهاية السبعينيات عندما تزايد عدد الشركات المساهمة بشكل ملحوظ. وقامت الحكومة بعد ذلك بدمج شركات الكهرباء في شركات موحدة مما أدى إلى توزيع أسهم إضافية بدون مقابل على المساهمين، بالإضافة إلى قيامها بسعودة البنوك الأجنبية العاملة في المملكة وطرح أسهمها للاكتتاب العام. وقد ساهمت هذه العوامل في زيادة عدد الأسهم المتاحة للتداول بين المستثمرين، ومن ثم نشأت الحاجة إلى التداول في الأسهم. وبالتالي نشأ سوق غير رسمي لدى مكاتب غير مرخصة قامت بممارسة نشاط الوساطة في بيع وشراء الأسهم. ونظراً لعدم وجود الأسس السليمة التي تتعامل بها تلك المكاتب، استمر التداول في إطار محدود إلى بداية الثمانينات حيث أدى تحسن أسعار النفط في ذلك الوقت إلى تحرك سوق الأسهم إلى الأفضل، مما أدى بدوره إلى زيادة حجم التداول وارتفاع أسعار السوق.

خلال عام 1985م أوكلت الدولة موضوع تداول الأسهم إلى مؤسسة النقد العربي السعودي وتم إيقاف التداول عن طريق المكاتب الغير مرخصة لتداول الأسهم. وأصبحت المؤسسة تقوم بدور الإشراف والرقابة لحماية سوق الأسهم من الآثار العكسية لفرط التوقعات بالإضافة إلى القيام بتطويرها لتصبح سوقاً مالية ناضجة.¹ وعلاوة على ذلك فإن الحكومة ترغب في أن تطور سوق الأسهم بطريقة تساهم في التنمية والتطوير القومي وتكون منسجمة مع سياستها الرامية إلى مشاركة أكبر من القطاع الخاص.

لقد تم إدراج سوق الأسهم السعودي ضمن مؤشر الأسواق الناشئة تحت إشراف مؤسسة التمويل الدولية (IFC) وتعتبر هذه الخطوة اعترافاً بأهمية سوق الأسهم السعودية ومكائنه، لاسيما أن هذا السوق احتل مركزاً متقدماً ضمن قائمة هذه الأسواق الناشئة المدرجة في قاعدة بيانات المؤسسة من خلال عدة مؤشرات أهمها القيمة السوقية، والمتوسط اليومي لقيمة الأسهم المتداولة، إضافة إلى مؤشر نسبة السعر إلى الربح السنوي. (PE/R)

صدر الأمر السامي رقم 8/1230 في 17/1/1403هـ الموافق 23 نوفمبر 1984م، بإنشاء الشركة السعودية لتسجيل الأسهم (S.S.R.C) من قبل البنوك المحلية والتي تشرف عليها مؤسسة النقد العربي السعودي، حيث تتولى هذه الشركة

¹ بدر، نبذة تاريخية عن سوق المال السعودي، (<http://an77.7forum.net/t328-topic>)، تاريخ الاطلاع 2014/05/01.

حالياً إدارة سجلات مساهمي معظم الشركات المساهمة، إضافة إلى قيامها بكافة العمليات المساندة للتسويات ونقل وتسجيل الملكية للمعاملات التي يتم تنفيذها بالنظام الآلي. فكان ذلك بمثابة بدء مرحلة جديدة نحو وضع تنظيم محدد لعملية تداول الأسهم ومركزيتها إلكترونياً.

بالنسبة للمواطن السعودي فإنه لا توجد أية قيود أو حدود على نسبة التملك في أسهم الشركات المساهمة السعودية باستثناء صناديق الاستثمار بالأسهم المحلية التي لا يسمح له بتملك أكثر من (5%) من الأسهم المصدره لكل شركة مساهمة. وأما بالنسبة للمواطن الخليجي فإنه يسمح له بالاستثمار في أسهم شركات محددة وضمن نسبة محددة طبقاً للقرارات المتخذة من قبل مجلس التعاون الخليجي. أما بالنسبة للمواطن العربي غير الخليجي أو الأجنبي فإنه غير مسموح له الاستثمار في أسهم الشركات السعودية مباشرة إلا من خلال الصناديق الاستثمارية المغلقة المخصصة للاستثمار في سوق الأسهم السعودي مثل الصندوق الاستثماري المغلق التي تم إدراجه خلال عام 1997م من قبل البنك السعودي الأمريكي بالتعاون مع أحد البنوك الأجنبية متيحاً للأجانب فرصة التملك. ويهدف الإجراء إلى فتح السوق بشكل تدريجي لاستقطاب الاستثمار الأجنبي وتعريف المستثمر بالبيئة والفرص الاقتصادية المتاحة في المملكة.

2- تداول:

لقد قامت مؤسسة النقد العربي السعودي خلال عام 2001م بتقديم نظام جديد المعروف باسم "تداول" لإتمام صفقات بيع وشراء وتحصيل قيمة الأسهم المتداولة من خلال حلقة تداول قصيرة المدى، إضافة إلى ذلك يوفر هذا النظام الفعالية والدقة والسرعة في مجال التداول والتحصيل السريع.

3- هيئة السوق المالية:

تأسست هيئة السوق المالية بموجب "نظام السوق المالية" الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/30) وتاريخ 1424/6/2هـ. وهي هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء. وتتولى الهيئة الإشراف على تنظيم وتطوير السوق المالية، وإصدار اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية بهدف توفير المناخ الملائم للاستثمار في السوق، وحماية المستثمرين والمتعاملين بالأوراق المالية.

4- صلاحيات الهيئة:

تتمتع الهيئة بالصلاحيات التالية:

تنظيم وتطوير السوق المالية، وتنمية وتطوير أساليب الأجهزة والجهات العاملة في تداول الأوراق المالية.

حماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة وغير السليمة التي تنطوي على احتيال أو خداع، أو غش، أو تلاعب، أو التداول بناءً على معلومات داخلية.

العمل على تحقيق العدالة، والكفاءة والشفافية في معاملات الأوراق المالية.

تطوير الضوابط التي تحد من المخاطر المرتبطة بتعاملات الأوراق المالية.

تطوير وتنظيم ومراقبة إصدار وتداول الأوراق المالية.

تنظيم ومراقبة أنشطة الجهات الخاضعة لإشراف هيئة السوق المالية.

تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدره لها.

تنظيم التفويض وطلبات الشراء وعروض الأسهم العامة.¹

¹ نفس المرجع السابق.

المطلب الثاني: خصائص سوق المال السعودية:

تتميز سوق الأسهم السعودية بجدائة النشأة مقارنة بأسواق الدول المتقدمة مثل الولايات المتحدة الأمريكية، أو اليابان، أو دول الاتحاد الأوروبي، كذلك يتصف بقلّة عدد الشركات المدرجة أسهمها في السوق بالنظر إلى حجم الاقتصاد السعودي الكبير، ويعد حجم المعاملات في السوق محدوداً بالمقارنة بعدد الأسهم المصدرّة في السوق وهو ما يعبر عنه مضيق السوق، الذي يؤدي إلى تقلبات كبيرة في أسعار الأسهم.

وتؤثر جملة من العوامل والمتغيرات في أسعار الأسهم المتداولة في السوق من ضمنها الأوضاع الاقتصادية المحلية، والنمو الاقتصادي. وكذلك المشكلات التي قد يعاني من حرائها الاقتصاد مثل التضخم والبطالة، كذلك تؤثر فيه ربحية الشركات المساهمة والتطورات الجارية في أسواق الأسهم العالمية، إضافة إلى السياسات الاقتصادية المحلية التي تتبعها الدولة من ناحية الصرف والإنفاق الحكومي على الخدمات والمشاريع، وكمية النقود والسيولة المتداولة في الاقتصاد

الجدول رقم (13): عدد الأسهم المتداولة لقطاعات الخمسة عشر لعام 2010

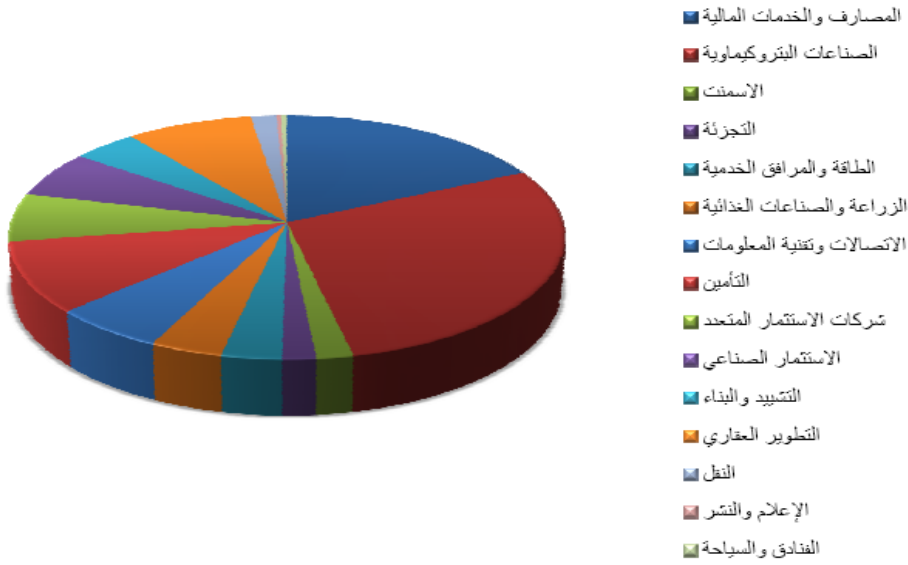
الأسهم المتداولة	القطاع
5.873.450.762	المصارف والخدمات المالية
9.505.093.130	الصناعات البترو كيمياوية
632.337.205	الأسمت
574.157.240	التجزئة
1.041.473.423	الطاقة والمرافق الخدمية
1.240.598.008	الزراعة والصناعات الغذائية
1.952.622.860	الاتصالات وتقنية المعلومات
3.108.954.730	التأمين
2.114.237.674	شركات الاستثمار المتعدد
2.042.194.735	الاستثمار الصناعي
1.411.899.867	التشييد والبناء
2.737.314.858	التطوير العقاري
555.628.070	النقل
93.732.537	الإعلام والنشر
123.229.696	الفنادق والسياحة
33.006.924.795	الإجمالي

المصدر: السوق المالية السعودية، إحصائيات السوق السعودية، (<http://www.tadawul.com.sa>)، 2001/02/12

تتوزع 146 شركة مدرجة في سوق الأسهم السعودية على 15 قطاع، تم تصنيف الشركات المدرجة ضمن قطاعات السوق بحسب النشاط الرئيسي للشركة بالإضافة إلى عدد المتغيرات من أهمها توظيف الأصول ونسبة إيراد كل نشاط من إجمالي إيرادات الشركة، ويوضح الجدول رقم (13) أعلاه عدد الأسهم المتداولة للقطاعات الخمسة عشر لعام 2010.¹

¹ حسام مسعودي، واقع التداول الإلكتروني في السوق المالية السعودية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير تخصص مالية الأسواق، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2011-2012 ص 106.

الشكل رقم (07): توزيع عدد الأسهم المتداولة للسوق السعودية حسب القطاعات الخمسة عشر لعام 2010.



المصدر: حسام مسعودي، ص 107.

لكل قطاع من القطاعات الخمسة عشر الموضحة في الشكل رقم (7) مؤشر يقيس أداءه من خلال رصد أسعار الأسهم الخاصة بالشركات التابعة للقطاع، كما يستخدم المؤشر العام الذي يعرف بـ "ناسي" لقياس الأداء العام للسوق أجمع، وهو متوسط مرجح لأسعار أسهم الشركات العاملة في السوق.

تتصف السوق السعودية بكونها (ضيقة ومحدودة) مقارنة مع الأسواق الناشئة والمماثلة الأخرى (146 شركة بنهاية عام 2010، في مقابل حوالي 400 شركة في الأسواق الناشئة المماثلة).

علما أن عدد الشركات استمر في النمو المطرد منذ إنشاء هيئة السوق المالية، ويعزى الأمر في "ضيق" قاعدة السوق إلى محدودية الأسهم القابلة للتداول ولاسيما أسهم الشركات الكبرى لأن الأسهم المملوكة للحكومة لا يتم تداولها، وهناك سبب آخر يتمثل في سيطرة بعض الملاك الكبار على جزء كبير من ملكية الشركات، مما يجد من كمية الأسهم المتداولة ويعد المستثمرين المحتملين عن هذه الشركات، وتمثل أكبر عشر شركات سعودية نحو 60-70% من حجم السوق مقيسا بأي من المعايير المعتادة: الحجم، التداول أو الأرباح.¹

¹ نفس المرجع السابق، ص 107.

المطلب الثالث: الإطار التشريعي والتنظيمي لسوق المال السعودية

لتطبيق أحكام نظام السوق المالية لا بد من توفير مجموعة من اللوائح والقواعد والتعليمات، بهدف توفير المناخ الملائم للاستثمار في السوق، وحماية المستثمرين والمتعاملين بالأوراق المالية من الأعمال غير المشروعة في السوق، وتحاول في هذا المطلب التطرق إلى الإطار التشريعي والتنظيمي لسوق الأسهم السعودية من خلال:

- ✓ نظام السوق المالية.
- ✓ البنية التنظيمية للسوق السعودية .
- ✓ اللوائح التنفيذية للسوق السعودية.

1- نظام السوق المالية:

صدر "نظام السوق المالية" بموجب المرسوم الملكي رقم (م/30) بتاريخ 2003/7/31، ويهدف إلى إعادة هيكلة السوق المالية بالمملكة على أسس جديدة متطورة من شأنها تعزيز الثقة والجاذبية للسوق والمستثمرين. بما يضمن تعزيز الإفصاح والشفافية فيما يتعلق بالأوراق المالية، وتوفير العدالة في التعامل وحماية المتعاملين بالأوراق المالية في السوق، وقد يوفر النظام مظلة ومرجعية نظامية متكاملة للسوق، ويوضح الهياكل والمؤسسات التنظيمية والإشرافية والتشغيلية للسوق، وتحديد صلاحياتها ومهامها بكل وضوح من خلال الفصل بين الدور الرقابي والإشرافي والدور التشغيلي للسوق من خلال استحداث مؤسسات جديدة للسوق ولجان للفصل في المنازعات.

عندما يشعر المستثمرون أن سوق الأوراق المالية سوق منظمة وتعمل بشفافية وفق مبادئ العدل والمساواة فإنهم يقبلون على الاستثمار فيها بكل ارتياح، وهذا يسهم في تنمية رؤوس أموال الشركات المدرجة في السوق وأصولها، وتوسيع نطاق عملياتها التشغيلية، وبتيح المجال للمستثمرين لتحقيق مزيد من الأرباح والعوائد؛ أما إذا كان الاستثمار حكراً على فئة قليلة تسيطر على السوق وتتلاعب به، أو تحصل على معلومات داخلية عن الشركات قبل غيرها من الناس، فلن يكون هناك إقبال على الاستثمار في السوق المالية، وقد يعزف الكثير من المستثمرون عنها تماماً، وهذا بدوره يقلص من مستويات النمو الاقتصادي. وتتمثل أهم ملامح التطوير بالسوق السعودية فيما يلي:

- ✓ الإطار التشريعي ودوره الجهة الرقابية على السوق في الإشراف والرقابة على السوق.
- ✓ تنظيم عمل شركات الوساطة المالية وصناديق الاستثمار.
- ✓ وضع قواعد خاصة بالإفصاح.
- ✓ قواعد خاصة لكشف الاحتيال والتداول بناء على معلومات داخلية.
- ✓ العقوبات والأحكام الجزائية للمخالفات.
- ✓ وجود دور فعال لصناديق الاستثمار.¹

¹ نفس المرجع السابق، ص 109.

2- البنية التنظيمية للسوق السعودية:

وتتمثل أهم ملامح نظام السوق المالية فيما يلي:

1.2- هيئة السوق المالية:

هي الجهة المعنية بتنظيم ومراقبة السوق وذلك منذ تاريخ 2003/07/31 بموجب "نظام السوق المالية" الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/30)، والذي بموجبه الهيئة على تنظيم ومراقبة السوق المالية، من خلال إصدار اللوائح والقواعد الهادفة إلى حماية المستثمرين وضمان العدالة والكفاءة في السوق، ويتألف مجلس هيئة السوق المالية من خمسة أعضاء من أصحاب الخبرة والاختصاص، ويتم تعيينهم بناء على أمر ملكي، وهو يتألف من رئيس ونائب رئيس وثلاثة أعضاء، وأهم وظائفه هي وضع اللوائح الداخلية للهيئة، وكيفية تعيين الموظفين والمستشارين والمدققين، وأي خبراء آخرين من أجل القيام بالمهام والوظائف المناطة بها.

2.2- شركة السوق المالية السعودية (تداول)

هي شركة مساهمة سعودية والتي تم تأسيسها وفقاً لنظام وأحكام نظام السوق المالية ونظام الشركات، ويتكون مجلس إدارة السوق المالية السعودية (تداول) من تسعة أعضاء يتم تعيينهم بقرار من مجلس الوزراء، وتشمل عضوية المجلس ممثل عن وزارة المالية، وممثل عن وزارة التجارة والصناعة، وممثل عن مؤسسة النقد العربي السعودية، وأربعة ممثلين عن شركات الوساطة المرخصة وممثلين اثنين عن الشركات المساهمة المدرجة، وتشمل أغراض الشركة توفير وهيئة وإدارة آليات تداول الأوراق المالية والقيام بأعمال التسوية والمقاصة للأوراق المالية وإيداعها وتسجيل ملكيتها ونشر المعلومات المتعلقة بها، ولها مزاولة أي نشاط آخر ذي علاقة بأي من ذلك وفقاً لنظام السوق المالية وبما أهدافها الواردة فيه.

3.2- مركز إيداع الأوراق المالية:

نص نظام السوق المالية على إنشاء مركز لإيداع الأوراق المالية، يكون بمثابة الهيئة الوحيدة في المملكة المرخص لها بممارسة عمليات الإيداع والتسوية والتحويل والمقاصة، وتسجيل ملكية الأوراق المالية المتداولة في السوق.

4.2- لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية:

هي لجنة منشأة من قبل هيئة السوق المالية، تتكون من مستشارين قانونيين متخصصين يعينهم مجلس هيئة السوق المالية لفترة ثلاث سنوات قابلة للتجديد، وتختص لجنة الفصل في المنازعات بالنظر في المنازعات التي تقع في نطاق أحكام نظام السوق المالية، ولوائح التنفيذ ولوائح الهيئة والسوق وقواعدهما وتعليماتهما في الحق العام والحق الخاص.

5.2- لجنة الاستئناف:

نص نظام السوق المالية أيضاً على إنشاء لجنة الاستئناف يشكّلها مجلس الوزراء للنظر في القرارات التي تصدرها لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية، وتتكون هذه اللجنة من ثلاث أعضاء يمثلون وزارة المالية، وزارة التجارة والصناعة وهيئة الخبراء بمجلس الوزراء لفترة ثلاث سنوات قابلة للتجديد، وتتمتع لجنة الاستئناف بسلطة النظر في القرارات، أو إعادة النظر في الشكوى في غضون 30 يوماً من تاريخ الإخطار بذلك، وتعد قراراتها بعد ذلك نهائية.¹

¹ نفس المرجع السابق، ص 110.

المبحث الثاني: تأثير الأزمة المالية على السوق المالي السعودي

من المؤكد أن تؤثر الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد السعودي ، ويتوقف تأثير هذه الأزمة ،على درجة انفتاح هذا الاقتصاد على الاقتصاد العالمي ومدى اندماجه فيه، وكذلك على الإجراءات والاحترازمات التي تتخذها الدولة لتفادي تأثير هذه الأزمات أو على الأقل الحد من تأثيرها في اقتصادها.

وقد تم تقسيم هذا المبحث الى ثلاث مطالب:

المطلب الأول: الأزمة المالية على الاقتصاد السعودي.

المطلب الثاني: تأثير الأزمة المالية على الجهاز المصرفي.

المطلب الثالث: تأثير الأزمة المالية على سوق الأسهم.

المطلب الأول: تأثير الأزمة المالية على الاقتصاد السعودي

على الرغم من عدم وجود أي ارتباط مباشر للاقتصاد السعودي بصورة عامة، وقطاعاته المالية تحديداً بأزمة الرهن العقاري، إلا أن التداعيات اللاحقة للأزمة المالية العالمية على الاقتصاديات والأسواق كان لا بد وأن تلقي بظلالها القاتمة على اقتصاديات وأسواق منطقة الخليج عموماً، والاقتصاد والسوق في السعودية، خاصة إذا ما علمنا أن الاقتصاديات الخليجية والاقتصاد السعودي من ضمنها تعتمد بصورة أساسية وكبيرة على إيرادات تصدير النفط والمشتقات الببترو كيميائية، وقد تأثرت سلباً أسعارهما وكمياتهما كثيراً مع بداية الأزمة، مقابل التراجع الحاد في الطلب العالمي عليهما، وفقاً لحالة الركود المشار إليها أعلاه التي ضربت الاقتصاديات والأسواق حول العالم.

يمكن القول هنا أن التأثيرات السلبية للأزمة المالية العالمية أخذت اتجاهين رئيسين:

الاتجاه الأول- على المستوى الاقتصادي الكلي، استطاع الاقتصاد السعودي قياساً على ما يتمتع به من إمكانيات واحتياجات توافرت لديه طوال العقد الماضي امتصاص كثير من تلك التداعيات، ورغم بعض التشوهات القائمة في هيكل السياسات الاقتصادية، إلا أنه أظهر قدرة ملفتة في تلك المواجهة، كان الفضل الأكبر فيها عائداً إلى التدخل الهام من قبل السياسات المالية، التي كما سيتضح لاحقاً كيف أنها تمكنت من تلطيف كثير من التداعيات السلبية التي تسربت محلياً إلى الاقتصاد السعودي. فوفقاً لأحداث البيانات الصادرة عن الاقتصاد والتخطيط، أظهر الاقتصاد السعودي خلال عام 2009م نمواً حقيقياً بلغت نسبته 0.2 في المائة، مقارنة بنموه السابق 4.33 في المائة، على الرغم من التراجع الكبير الذي لحق بالقطاع النفطي بلغت نسبته بنحو 6.4 في المائة، مقارنة بنموه السابق 4.2 في المائة. وفي المقابل تراجع معدل النمو الحقيقي للقطاع الخاص غير النفطي خلال 2009م إلى 2.5 في المائة، مقارنة بمعدل نموه للعام السابق البالغ 4.8 في المائة، ومقارنة مع متوسطه للفترة 2004-2008 البالغ 5.5 في المائة. انظر جدول رقم 14.

وتثبت هذه النتائج التي خالفت العديد من التقديرات السلبية في مقدماتها تقديرات صندوق النقد الدولي رغم التراجع الطفيف في النمو، إلا أنه ظل أدنى مما تعرضت له بقية الاقتصاديات حول العالم؛ وهو ما يؤكد على توافر قدرة أكبر لدى الاقتصاد السعودي، تستند إلى ملاءة مالية تتمتع بفوائض جيدة، ومديونية تعد من أدنى المديونيات مقارنة ببقية الاقتصاديات الرئيسية وعلى المستوى الإقليمي، إضافة إلى الفرص الواعدة محلياً التي يتمتع بها الاقتصاد، والشراكات التجارية الواسعة مع أغلب الاقتصاديات النشطة حول العالم، كل هذا وغيره يصب في مصلحة الاقتصاد السعودي، ويزيد كثيراً من جاذبيته أمام الاستثمارات الأجنبية والأموال الوطنية المهاجرة إلى الخارج.¹

¹ عبد الحميد العمري، زلزال الأزمة المالية العالمية وسوق الأسهم السعودية، (<http://abdulhamid.net/archives/1091>) تاريخ الاطلاع: 20/05/2014.

خاصة في ظل الظروف غير المواتية التي تمر بها الاقتصاديات الحاضنة لتلك الاستثمارات المهاجرة في الوقت الراهن.

الجدول رقم (14): مؤشرات أداء الاقتصاد السعودي 2001-2009

معدل النمو الحقيقي (%)	معدل النمو الحقيقي للقطاع غير النفطي (%)	معدل النمو الحقيقي للقطاع النفطي (%)	معدل نمو الصادرات (%)	معدل نمو الصادرات غير النفطية (%)	معدل نمو الصادرات النفطية (%)	معدل نمو الواردات (%)	نسبة الحساب الجاري إلى الاقتصاد (%)	نسبة الانفتاح الاقتصادي (%)	ضرب الاقتصاد (مؤشرات غير النفطي) (%)
10	3.5	-39	-12.3	23.7	-15.6	3.3	5.2	54.7	13.4
0.1	3.7	-75	6.6	5.7	6.7	3.6	6.4	56.1	13.6
7.7	3.6	17.7	28.7	26.9	28.9	29.2	13.2	63.5	11.9
5.3	4.6	6.7	35.1	39.0	34.6	13.6	19.9	69.9	10.0
5.6	5.2	62	43.3	23.5	46.3	25.5	28.8	76.8	9.3
3.1	5.1	-0.8	16.9	20.3	16.5	17.2	28.0	79.5	9.5
3.3	4.7	-3.6	10.5	23.0	9.1	29.3	24.5	84.7	9.2
4.5	4.3	4.2	34.4	16.5	36.9	27.7	28.1	91.0	11.5
0.2	30	-6.4	-41.1	-16.4	-44.0	-30.2	5.6	72.5	13.2

المصدر: عبد الحميد العمري، (http://abdulhamid.net/archives/1091)

الاتجاه الثاني- على مستوى المالية، التي كانت هشة جداً أمام تلك التداعيات لدرجة أنها خسرت خلال الربع الأخير من عام 2008م أكثر مما خسرت الأسواق المالية الأكثر ارتباطاً بالأزمة المالية، وحتى تاريخ اليوم لا تزال السوق الأكثر خسارة منذ منتصف سبتمبر 2008م مقارنة ببقية الأسواق الرئيسية والناشئة، بينما جاءت السوق الأفضل أداءً حتى اليوم مقارنة ببقية أسواق دول مجلس التعاون الخليجي. ويُعزى ذلك في أغلبه إلى عددٍ من العوامل الأساسية المرتبطة بضعف كفاءة السوق المالية السعودية مقارنة بالأسواق الرئيسية والناشئة، إضافة إلى ارتفاع التمثيل النسبي لمتعاملين التجزئة مقارنة بالمتعاملين المؤسساتيين، وأخيراً وليس آخراً لا يمكن إغفال الدور الإعلامي السلبي الذي فشل في التعامل مع تدفقات أخبار وتطورات الأزمة المالية بصورة مهينة محايدة، أدى أحياناً كثيرة إلى تضخيم آثارها على تعاملات الأسواق الخليجية عموماً، والسوق المالية السعودية تحديداً، زاد من فداحتها في غالب الأمر غياب الشفافية والمعلومات الرسمية، التي وإن جاءت فقد كانت تأتي في وقت متأخر بعد أن تتكبد الأسواق المحلية خسائر فادحة غير مبررة. على أنه يجب إغفال قدرة السوق المالية على استباق كثير من التداعيات السلبية اقتصادياً ومالياً، وكيف أنها انعكست -وإن بصورة مبالغه- على الاتجاهات المستقبلية للمؤشر العام في وقت مبكر من ظهور عددٍ من التطورات والأخبار السلبية تحديداً.¹

¹ نفس المرجع السابق.

المطلب الثاني: تأثير الأزمة المالية على الجهاز المصرفي

1- تأثير الأزمة المالية على الجهاز المصرفي السعودي:

من الطبيعي أن يكون الجهاز المصرفي أحد المداخل التي يمكن أن يتأثر بها الاقتصاد السعودي من الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، وذلك بسبب استثمارات المصارف في الخارج، وارتباطها مع المصارف العالمية وبعد مرور حوالي ثلاثة سنوات على اندلاع شرارة هذه الأزمة المالية العالمية فإن المصارف السعودية مرارا أهما في مآمن من هذه الأزمة، وأن هناك العديد من العوامل التي أدت إلى صمودها أمام هذه الأزمة، ومن أهمها ما يلي¹:

- المميزات التي يتمتع بها القطاع المصرفي السعودي وخاصة ما يتعلق بتطبيق مقررات لجنة بازل .

- بعد البنوك السعودية عن ثقافة توريق القروض المنتشرة في بنوك أمريكا والدول الغربية.

- توفر السيولة في البنوك السعودية، وعدم وجود أي شح في تقديم الائتمان المصرفي، حيث أن النمو في السيولة خلال

الأشهر الثمانية الأولى من سنة 2010، ارتفع لحوالي 21% مقارنة بحوالي 18% في سنة 2009، كما سجلت الودائع نموا كبيرا يتجاوز 22% من المعدل السنوي للنمو في الأشهر الثمانية الأولى لسنة 2010 أكثر مما شهدته عام 2009. كما حدث نمو في الإقراض من جانب البنوك بمعدل أكثر من 38%، حيث كان معدل الإقراض 11% في الأشهر الثمانية الأولى من سنة 2010.

ورغم الطفرة التي حققها الاقتصاد السعودي في القطاع المصرفي، وارتفاع أرباح المصارف السعودية بشكل واضح ما زال الأمر يتطلب مزيداً من الشفافية فيما يتعلق بتأثر هذه البنوك بالأزمة المالية العالمية، وخاصة ما يتعلق باستثماراتها وصناديقها الاستثمارية في الخارج، ونوعية ومجالات هذه الاستثمارات.

2- الجهود المبذولة من السعودية للحد من تداعيات الأزمة على القطاع المصرفي:²

تزامن مع نشوء الأزمة المالية تأكيدات مستمرة من جانب الحكومة السعودية مفادها أن تمويل المصارف السعودية واستثماراتها في المملكة معظمه محلي، وأنه لن يكون هناك تأثير كبير على المصارف السعودية جراء تلك الأزمة الراهنة، وذلك نظراً لأن معظم استثمارات المصارف المحلية موجهة إلى الداخل.

شهدت المملكة تطوراً كبيراً في القطاع المصرفي في السنوات الأخيرة الماضية اتضح أثره في زيادة حجم الودائع، وزيادة الموجودات، وأرباح المصارف، وتزامن مع تلك الزيادات للرقابة المؤسسية من قبل مؤسسة النقد "SAMA" من خلال إتباع بعض الخطط التي من شأنها دعم القطاع المصرفي منها الالتزام بمقررات لجنة بازل، وبازل2، وتفعيل عمل لجان المراجعة، والاهتمام بإدارات الالتزام والمخاطر، إضافة لقيام هيئة السوق المالية CMA بإعداد مبادئ للحكومة في الشركات السعودية دعمت من الإفصاح والشفافية، صحيح أنها بدأت إرشادية إلا أن الأيام التالية شهدت تحولاً في هذا المجال وأصبح هناك إلزامية للتطبيق المرحلي لبعض تلك المبادئ، بالإضافة إلى رقابة مؤسسة النقد العربي السعودي على المصارف السعودية، أو الأجنبية العاملة في المملكة، كل هذا أدى إلى أن يكون للأزمة المالية تأثيرات محدودة وغير جوهرية على المصارف السعودية، يجب الإشارة إلى الدور الكبير الذي لعبته الحكومة السعودية، ومؤسسة النقد العربي السعودي في دعم المصارف بصورة غير مسبقة، ويتضح ذلك بجلاء في:

✓ الاستمرار في ضمان الودائع وسلامة القطاع المصرفي.

✓ إعادة النظر في السياسات النقدية، والمالية وبما يعزز من سيولة المصارف.

¹ مجلس الغرف السعودية، الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الاقتصاد السعودي، أكتوبر 2008، ص 13.

² د. حسني الخولي، تأثير الأزمة المالية على القطاع البنكي. ورقة بحثية مقدمة للقاء العلمي " انعكاسات الأزمة المالية العالمية وأثر الأنظمة التجارية في احتوائها "، ص 16.

- ✓ الدعم والمساندة من خلال زيادة إيداعات الودائع الحكومية في عدد من المصارف.
- ✓ توفير وضخ السيولة النقدية لضمان كسر الجمود والوصول إلى معدلات متوازنة من الإقراض والائتمان.
- ✓ توجيه بعض الوفورات المالية إلى:
 - دعم الموازنة العامة للدولة والتي شهدت عجزاً للمرة الأولى من أكثر من خمس سنوات.
 - الإنفاق الحكومي المرتفع الذي ساعد على استمرار دوران العجلة الاقتصادية، وقلل من حدة التداعيات من خلال الاستمرار في الحفاظ على الإنفاق المرتفع.
- ✓ زيادة حجم الإنفاق الرأسمالي بالداخل مما يعوض انخفاض الاستثمارات الخارجية.¹

¹ نفس المرجع السابق، ص 17.

المطلب الثالث: تأثير الأزمة المالية على سوق الأسهم:

من المعروف في الأزمات المالية العالمية أن الأزمة تشتعل في بدايتها وبسرعة في سوق الأسهم، ثم تنتقل بعد فترة (تتراوح بين شهرين إلى ثلاث) لسوق السلع، ثم تنتقل بعد فترة أطول (من ثلاثة إلى أربعة أشهر) إلى سوق العمل. وهذا ما حدث في تدايحات وتطورات أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة، حيث ضربت الأزمة أسواق الأسهم في البداية، ثم انتقلت إلى أسعار السلع والأصول بعد فترة وخاصة أسعار العقارات، ثم بدأت تدايحاتها تنتقل لسوق العمل ممثلة في فقد عدد كبير لوظائفهم في المؤسسات التي ضربتها الأزمة. والأمر المؤكد أن الاستثمارات السعودية للأفراد والمؤسسات الرسمية في أسواق المال العالمية (رغم عدم معرفة حجمها الحقيقي)، قد تأثرت بهذه الأزمة، ولذلك فإن الأمر يتطلب الوقوف على حجم الخسائر السعودية في هذا المجال.

وتعتبر سوق الأسهم السعودية جزء من منظومة السوق المالية العالمية، فبالرغم من عدم تأثرها بالسوق العالمية في الفترة من 2005م وحتى 2007م، إلا أن الأزمة الأمريكية ألقَتْ بظلالها عليها في الآونة الأخيرة، وتلقت السوق صدمة نتيجة حالة الهلع التي انتاب أسواق المال العالمية في بداية أزمة الرهن العقاري، فوفقاً لنتائج الربع الأول من عام 2008، شهد سوق الأسهم بالمملكة تراجعاً كبيراً ومفاجئاً في المؤشر العام، حيث وصلت الخسائر لأقصاها خلال الأسبوع الأخير من شهر يناير بفقد 2184 نقطة، ثم بدأت السوق منذ ذلك الوقت تشهد ارتفاعات محدودة تليها انخفاضات كبيرة، حتى سجلت سوق الأسهم انخفاضاً جديداً في اليوم الأول لاستئناف التداولات بعد إجازة عيد الفطر، وهو أقل مستوى منذ الهبوط الحاد في فبراير 2006 الذي حل بالأسهم وأثر على مدخرات المواطنين، كما أنه يعتبر أقل مستوى للمؤشر منذ أربع سنوات، حيث خسرت السوق في يوم واحد حوالي 141 مليار ريال من قيمتها السوقية، وانخفضت جميع الأسهم بنسبة 10%، ليصل المؤشر إلى 6726 نقطة، في حين كانت أقل قيمة سجلها مؤشر السوق أثناء فبراير 2006م هي 6767 نقطة.¹

إن ما تعرضت له السوق المالية خلال الفترة الماضية من هبوط يرجع إلى تأثرها بالأزمة المالية العالمية التي لم تغلث منها بورصة متقدمة أو نامية أو ناشئة.

1- معدل دوران الأسهم:

يتم حساب هذا المؤشر كما ذكرنا سابقاً بنسبة قيمة الأسهم المتداولة إلى القيمة السوقية ويمثل مؤشر لسيولة السوق. من خلال تحليل معطيات الجدول الموالي، نلاحظ أن مؤشر معدل دوران الأسهم إجمالاً اتسم بالارتفاع التدريجي طيلة فترة الدراسة، رغم تذبذب هذا المعدل وانخفاضه في بعض الأعوام، حيث انتقلت نسبته من 4.24% سنة 1990 إلى 514.53 سنة 2007، وهي زيادة كبيرة جدا تدل على الارتفاع الكبير الذي عرفته سيولة سوق الأسهم السعودية، خاصة خلال الفترة الأخيرة من الدراسة (2003-2009)، وهذا يدل أن سياسات الانفتاح والتحرير المالي كان لها أثر إيجابي على السوق المالي السعودي رغم تراجع هذا المؤشر خلال الفترة 2008-2009، بالمقارنة بالنسبة التي قبلها حيث بلغت على التوالي 212.3%، 119% متأثر بالأزمة المالية العالمية التي اجتاحت مختلف دول العالم.²

¹ مجلس الغرف السعودية، مرجع سبق ذكره، ص12.

² حيدر يونس، المصارف الإسلامية، أداءها المالي وآثارها في سوق الأوراق المالية، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، 2011، ص216.

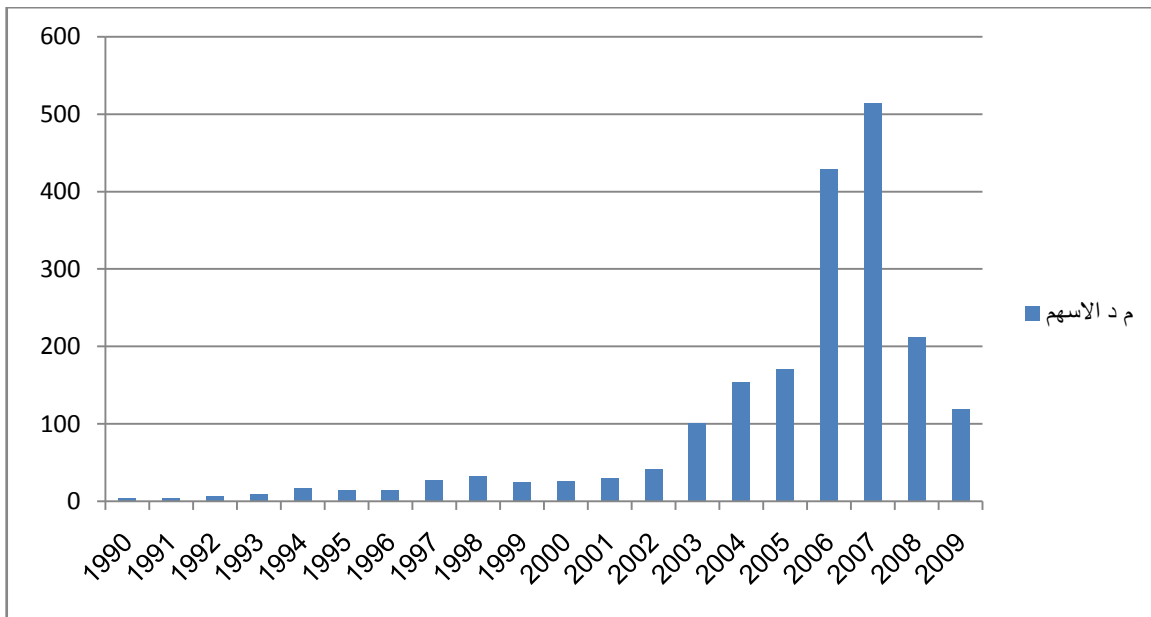
الجدول رقم (15): يبين تطور معدل دوران الأسهم في سوق السعودي الدولي في الفترة (2009-90) (%)

السنوات	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
م دوران الأسهم	4.24	4.72	6.65	8.77	17.14	15.14	14.76	27.87	32.24	24.75
السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
م دوران الأسهم	25.78	30.36	41.38	101.11	154.44	170.80	429.21	514.53	212.3	119

المصدر: من إعداد الطلبة اعتماداً على تقارير صندوق النقد العربي (2010-99)

ويمكن ملاحظة تطور مؤشر دوران الأسهم بشكل أكثر وضوحاً من خلال الشكل الموالي، أين يظهر ارتفاعاً كبيراً على المستوى الإجمالي خلال الفترة 2007-90، وهو يعني إن سياسة انفتاح سوق الأسهم السعودي كان لها أثر إيجابي على تطور سيولة السوق وهو من العوامل التي تساعد على جذب أكبر عدد من المتعاملين، رغم تراجعها خلال الفترة 2008 - 2009 تحت تأثير الأزمة المالية كما ذكرنا سابقاً.

الشكل رقم (08): يبين معدل دوران الأسهم في سوق رأس المال السعودي للفترة 2009 - 2009



المصدر: من إعداد الطلبة اعتماداً على تقارير صندوق النقد العربي (2010-99)

الجدول رقم (16): يبين معدل نمو مؤشر القيمة السوقية للسوق الأسهم السعودي للمدة (2009-90) مليون ريال

السنوات	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
القيمة السوقية	178340.6	180557.6	205825.2	197634.8	144906.5	153390	171959.06	222668.7	159864.8	228573.5
السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
القيمة السوقية	251872.6	274505.06	280692.6	589899.1	1148458.8	2422953	1225695	1342745.9	92452500	1195312.5

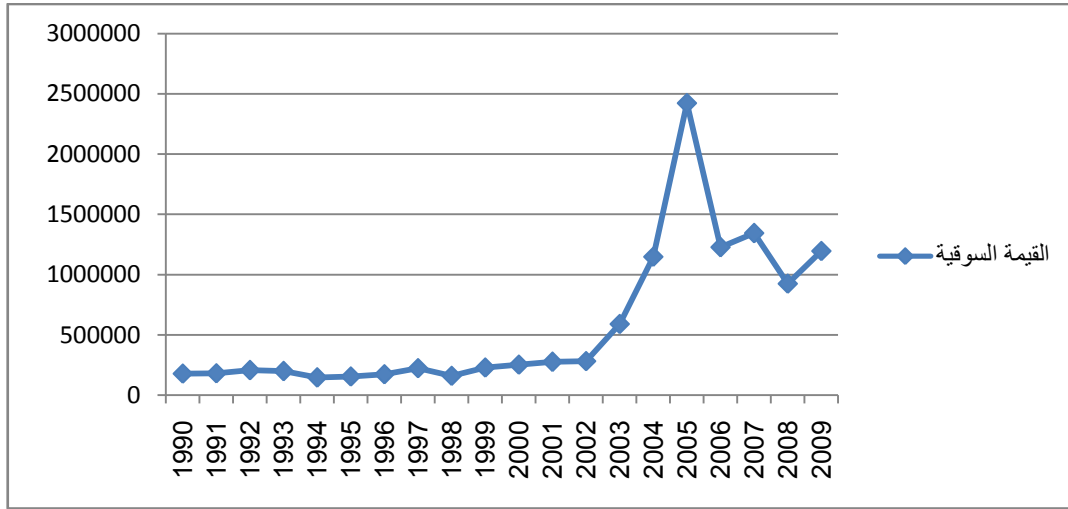
المصدر: من إعداد الطلبة اعتماداً على تقارير صندوق النقد العربي (2010-99)

يتضح من تحليل الجدول السابق تطور مؤشر رسملة سوق الأسهم السعودي من 178340.6 مليون ريال سعودي سنة 1990، إلى 1195312.5 مليون ريال سعودي في نهاية 2009، وهو ارتفاع كبير جداً، يدل على النمو والتطور الكبير الذي عرفه سوق الأسهم السعودي خاصة سنة 2005، حيث بلغت القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي الذروة، حيث بلغت 2422953 مليون ريال سعودي¹

¹ نفس المرجع السابق، ص 217-218.

وأصبح سوق المال السعودي أكبر سوق مالي عربي، حيث يمثل قرابة 50% من حجم الأسواق المالية العربية، ويرجع هذا الارتفاع إلى الأداء الجيد لاقتصاد العربية السعودية في هذه الفترة، من جراء ارتفاع أسعار تصدير النفط واستمرار تدني أسعار الفائدة بالإضافة إلى العوامل سالفة الذكر، فقد تم توسيع وتنويع المجالات الاستثمارية أمام المستثمرين، لعل أبرزها إقامة أسواق للسندات المالية التي تقوم بتمويل العديد من المشاريع الحكومية وتسريع عمليات الخصخصة، كما أن العديد من القوانين والنظم خضع إلى تعديلات وإصلاحات استهدفت تحسين البنية التشريعية والتنظيمية لسوق رأس المال السعودي، وفي هذا الاتجاه تم إقرار مشروع نظام سوق الأسهم والذي تم بموجبه إنشاء هيئة سوق المال وهي جهة الإشراف على السوق، وشركة سوق المال لإدارة السوق وهي مستقلة عن الهيئة، وعمل هذا على تسهيل عملية الإدراج للشركات وتحسين بيئة الاستثمار في الأوراق المالية ويزيد من شفافية السوق، وساهم في جذب المستثمرين الأجانب كون هذا النظام يعطي مرونة أكبر حيال الاستثمار الأجنبي.

الشكل رقم (09): تطور القيمة السوقية في سوق الأسهم السعودي للفترة 1990-2009 مليون ريال



المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2010

لكن رغم ذلك شهدت القيمة السوقية في الفترة 2008-2009، انخفاضاً مقارنة بالفترة السابقة كما يوضح الشكل في الأعلى، بسبب تأثيرات الأزمة المالية العالمية، حيث انخفضت قيمتها من 2422953 مليون ريال سنة 2005 إلى 1195312.5 سنة 2009، رغم ذلك إجمالياً يمكن القول أن القيمة السوقية شهدت ارتفاعاً كبيراً وارتفاعاً لهذا المؤشر يعبر على نمو وتطور هذا السوق.

2- حجم التداول:

عرف هذا المؤشر هو الآخر تطور كبير حيث انتقلت قيمته من 7561.15 مليون ريال سعودي سنة 1990 إلى 6908821.5 مليون ريال سعودي سنة 2007، ويلاحظ عند تحليل معطيات الجدول الموالي، أن قيمة حجم التداول كانت تتزايد في الفترة 90-2002 لكن ليس بشكل كبير، لكن بعد هذه الفترة أي خلال الفترة (2003-2007)، وهي الفترة الأخيرة من الدراسة بدأت قيمتها تتضاعف وترتفع كل سنة، نتيجة لسياسة الانفتاح والتحرير التي اتبعتها السلطات المالية والنقدية السعودية كما قلنا سابقاً، حيث زاد حجم نشاط السوق نتيجة دخول متعاملين آخرين مثل المستثمرين الأجانب بالإضافة إلى الإصلاحات التي عرفها سوق الأسهم السعودي في مجال الإفصاح والرقابة وتقنيات التداول، حيث أصدرت هيئة الأوراق المالية شروط الإدراج في السوق التي ركزت على الإفصاح عن كل ما يؤثر على أسعار الأوراق المالية الصادرة عن هذه الشركات، وذلك لضمان مساواة فرص جميع المستثمرين في الوصول إلى المعلومات وهذه الإجراءات كانت داعمة لسياسات التحرير المالي.¹

¹ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2010.

المبحث الثالث: تطور أداء سوق المال السعودي والسبل المقترحة لمواجهة الأزمة

مرت عملية تطوير السوق المالية السعودية بمجموعة من التطورات نستطيع التعرف عليها عندما نقرب صفحات تاريخ التنمية الاقتصادية منذ أن نشأت السياسة النقدية مطلع خمسينيات الألفية الماضية حتى اليوم وقد تم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاث مطالب:

المطلب الأول: تطور أداء سوق المال السعودي.

المطلب الثاني: مواجهة السعودية للأزمة.

المطلب الثالث: إجراءات الدول العربية إزاء الأزمة المالية وبعض السبل المقترحة لمواجهة الأزمات المالية.

المطلب الأول: تطور أداء سوق المال السعودي

نعرض في هذا المطلب تطور أداء السوق المالية السعودية للسنوات القليلة من خلال المؤشر العام للسوق "TASI"، مع شرح معادلة المؤشر وخصائصه، وطريقة حساب هذا المؤشر، لنختتم هذا المطلب بالتطرق إلى انعكاس الأزمة المالية العالمية على السوق السعودية.

1- المؤشر العام لسوق الأسهم السعودية:

تختلف المؤشرات في السوق المالية بحسب ما يرمي إليه من أهداف معلوماتية، فهناك مؤشرات مختصة بالسوق عامة، ومؤشرات خاصة بقطاعات محددة في السوق، أو نوع معين من الشركات مثل الشركات الكبيرة أو الصغيرة الحجم، وقياس المؤشر العام "TASI" (اسمه مؤلف من الأحرف الأولى لاسم المؤشر باللغة الإنجليزية Tadawul All share Index) في السوق السعودية مستوى الأسعار العام لشركات التجزئة المتداولة في السوق، ومثل ذلك مؤشر قطاع التأمين لشركات التأمين، وهكذا في بقية القطاعات.

ويستبعد من حساب المؤشر أي سهم غير متاح للتداول، وعليه تستعد الأسهم المملوكة من الأطراف الآتية من حساب المؤشر.

✓ الحكومة أو مؤسساتها.

✓ الشريك الأجنبي إذا كان محظورا عليه البيع دون موافقة جهة إشرافية.

✓ الشريك المؤسس خلال فترة الخطر.

✓ من يملك 10% أو أكثر من أسهم شركة مدرجة بالسوق المالية السعودية.

بدأ المركز الوطني للمعلومات المالية والاقتصادية بإعداد مؤشر الأسهم المحلية منذ بدء إصدار نشرات الأسهم من قبل مؤسسة النقد وذلك ابتداء من 28 فيفري 1985. وهذا التاريخ مهم إذ أنه تاريخ الأساس لحساب المؤشر حيث غدت قيمته في ذلك الوقت 100 نقطة فقط، وقد تم تعديل هذه القيمة المرجعية في جانفي 1999 لتصبح 1000 نقطة في سنة الأساس (1985).

يعكس مؤشر العام "TASI" التغير في القيمة السوقية لأسهم جميع الشركات المتداولة في سوق الأسهم السعودية، ومن هنا فهو بمثابة ترمومتر يقيس نشاط وازدهار سوق الأسهم، وهو بالتالي يعكس الأداء العام للاقتصاد الوطني خصوصا في ما يتعلق برغبة الشركات المساهمة وازدياد ثقة الجمهور والجهات الاستثمارية بالمستقبل الاقتصادي للبلاد وكذلك توفير السيولة المالية لدى المستثمرين، وهناك اهتمام كبير بمتابعة تطور المؤشر من قبل المحللين الماليين داخل وخارج المملكة ويتم متابعته ونشره بشكل واسع محليا ودوليا.¹

¹ حسام مسعودي، مرجع سبق ذكره، ص112.

2- أداء سوق الأسهم السعودية للأسهم السعودية للفترة من 2007 إلى 2010:

يوضح الجدول رقم (17) البيانات الشهرية الخاصة بمؤشر صندوق النقد العربي لسوق الأسهم السعودية للفترة الممتدة من 2007 إلى 2010:

الجدول رقم (17) البيانات الشهرية الخاصة بمؤشر صندوق النقد العربي لسوق الأسهم السعودية للفترة الممتدة من 2010 إلى 2007

2010	2009	2008	2007	
305.9	230.5	473.1	327.7	جانفي
316.3	209.6	497.5	383.8	فيفري
333.5	220.9	437.9	363.1	مارس
342.5	263.2	483.4	350.5	أفريل
302.8	277.5	461.4	351.6	ماي
303.1	262.0	454.9	327.5	جوان
304.6	269.5	428.1	350.7	جويلية
303.8	264.6	435.1	383.3	أوت
317.6	297.0	369.0	369.0	سبتمبر
317.7	296.7	270.8	406.3	أكتوبر
318.4	302.8	225.3	452.3	نوفمبر
331.9	291.5	226.8	555.6	ديسمبر

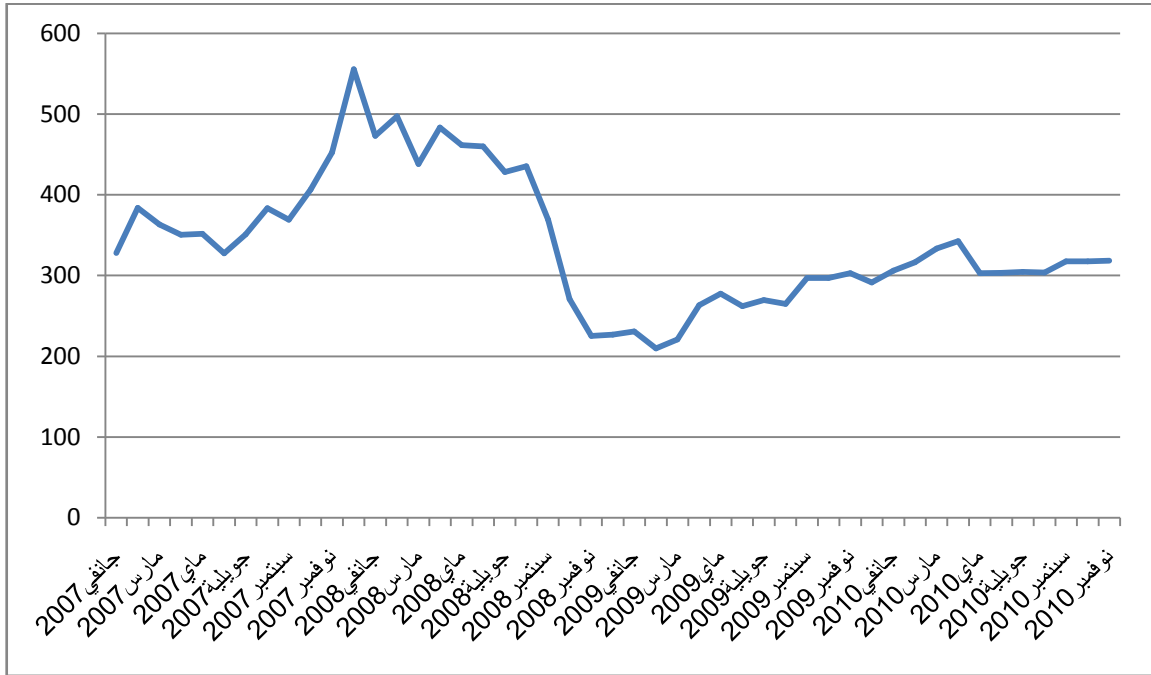
المصدر: صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، (النشرات الفصلية، الأعداد 52-

56-60-63)، 2010/2007.

عرفت سوق الأسهم السعودية في أكتوبر 2007 تطبيق نظام التداول الجديد والذي يستطيع استيعاب أكثر من مليوني صفقة أثناء فترة التداول اليومية مقابل 400 ألف صفقة في النظام القائم، كما عرف في النصف الثاني من العام 2008، و عام 2009 تباطؤ معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، وذلك بسبب انخفاض أسعار النفط ومستوى الإنتاج جراء تداعيات الأزمة المالية العالمية، ليعود بعدها الاستقرار تدريجياً إلى السوق عام 2010.¹

¹ نفس المرجع السابق، ص 115.

الشكل رقم (10): تطور أداء سوق الأسهم السعودية من خلال مؤشر صندوق النقد العربي للفترة الممتدة من جانفي 2007 إلى ديسمبر 2010.



المصدر: حسام مسعودي، مرجع سبق ذكره ص 116

ارتفع المؤشر الذي يتحسسه صندوق النقد العربي لسوق الأسهم السعودية في عام 2008 بنسبة 3.06 في المائة ليبلغ 396.925 نقطة مقارنة مع 385.125 نقطة لعام 2007، في حين أن هذا المؤشر عرف انخفاضا في النصف الثاني من عام 2008 جراء تداعيات الأزمة المالية العالمية.

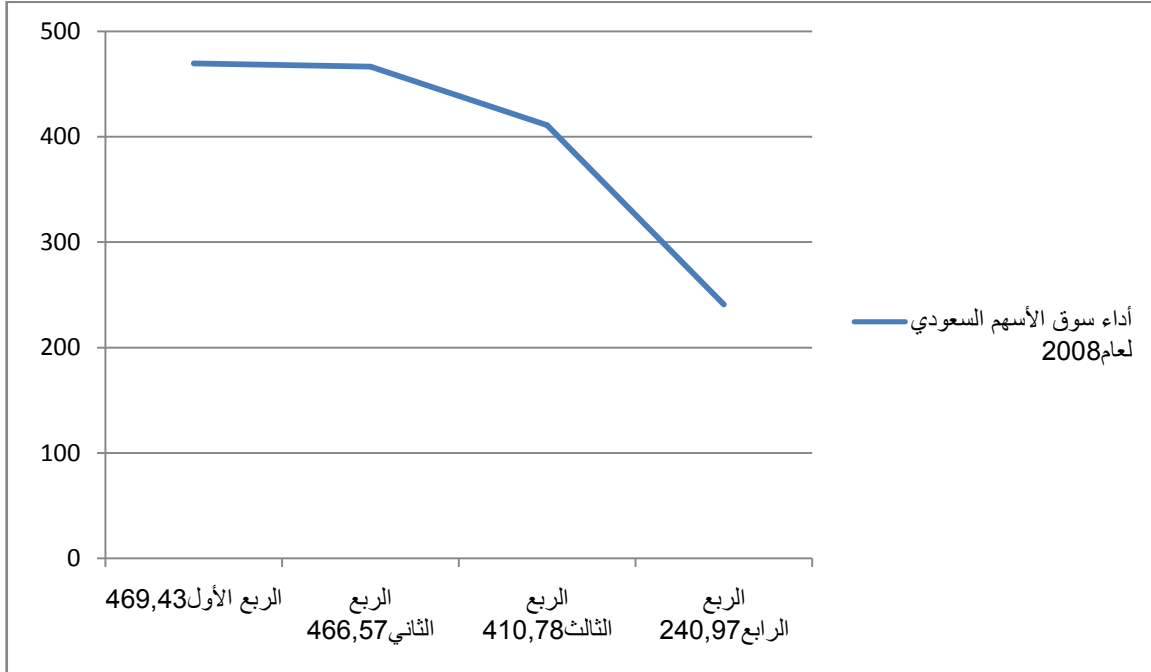
وواصل هذا المؤشر انخفاضه في العام 2009 بنسبة 33.11 في المائة ليبلغ 265.183 نقطة مقارنة مع 396.225 نقطة لعام 2008، وارتفع المؤشر الذي يقيس أداء سوق الأسهم السعودية في عام 2010 بنسبة 19.23 في المائة ليبلغ 316.535 نقطة مقارنة مع 265.483 نقطة لعام 2009 ليعود بذلك الاستقرار إلى السوق تدريجيا. من خلال الشكل رقم (6) نلاحظ انخفاض المؤشر الذي يقيس أداء سوق الأسهم السعودية في النصف الثاني (عامي 2009 – 2010) بنسبة 25.57 في المائة ليبلغ 291.009 نقطة مقارنة مع 391.025 نقطة للنصف الأول (عامي 2008 – 2007).¹

¹ نفس المرجع السابق، ص 116.

3- انعكاس الأزمة المالية العالمية على السوق السعودية:

أغلقت سوق الأسهم السعودية عامها 2008 على خسائر فادحة، جاء أغلبها في الربع الأخير من العام، وكما يبين الرسم البياني في الشكل رقم (11) عرف أداء سوق الأسهم السعودية تراجعاً جواً تداعيات الأزمة المالية العالمية.¹

الشكل رقم (11): تطور أداء سوق الأسهم السعودية من خلال مؤشر صندوق النقد العربي لعام 2008.



المصدر: حسام مسعودي، مرجع سبق ذكره.

على الرغم من عدم وجود أي ارتباط مباشر للاقتصاد السعودي بصورة عامة، وقطاعاته المالية تحديداً بأزمة الرهن العقاري، إلا أن التداعيات اللاحقة للأزمة المالية العالمية كان لابد وأن تلقي بظلالها على اقتصادات وأسواق العالم عموماً، كما كان للتقلبات الحاصلة في أسواق المال العالمية بعض الأثر على البورصات العربية، خصوصاً أسواق الأسهم التي تسمح للمحافظ العالمية الاستثمار فيها، ففي فترات الأزمات يتجه المستثمر إلى تخفيض نسبة المخاطرة لديه ويتحول من الأسواق الناشئة إلى استثمارات أكثر سيولة وأماناً مثل السندات الحكومية، وعلى الرغم من صغر حجم تدفقات محافظ الاستثمار العالمية إلى أسواقنا المحلية إلا أنها ساهمت أخيراً في تحديد التوجه العام للبورصات العربية.

ويشار إلى أن أكبر أسواق الأسهم الإقليمية من حيث القيمة السوقية، ألا وهو سوق الأسهم السعودية، لا يسمح للأجانب بامتلاك الأسهم إلا بشكل غير مباشر عن طريق صناديق الاستثمار التي تديرها البنوك المحلية، في حين أن أسواق كل من الإمارات والكويت ومصر وقطر والأردن تشهد وبشكل متصاعد زيادة في حجم الاستثمارات الأجنبية في بورصاتها، ومن أهم أسباب تأثر السوق السعودية كان نتيجة انخفاض أسعار النفط المرتبط أساساً بالدولار الذي انخفض بدوره، بالإضافة إلى انخفاض مستوى الإنتاج وكل ذلك جراء تداعيات الأزمة المالية العالمية.²

¹ نفس المرجع السابق، ص 117.

² الشيخ الداوي، الأزمة المالية العالمية انعكاساتها وحلولها، (مداخلة معدة في إطار مؤتمر "الأزمة المالية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي العربي والإسلامي"، جامعة الجنان، طرابلس-لبنان، 13-14 مارس 2009)، ص 14-15.

المطلب الثاني: مواجهة السعودية للأزمة

اتخذت المملكة العربية السعودية عدة إجراءات لتعزيز الاستقرار المالي في الاقتصاد الوطني، وتعزيز مستوى الثقة في القطاع المالي، وهي على النحو التالي: فعلى مستوى السياسة المالية اتخذت السعودية عدداً من الإجراءات، يُتوقع أن تُحدث أثراً فاعلاً خلال الفترة القريبة، تساهم في عودة وتيرة النمو الاقتصادي، وتوطيد عوامل الاستقرار، وفتح المزيد من الفرص الواعدة محلياً. ابتدأها بالإعلان عن استعدادها لإنفاق 1.5 تريليون ريال (400مليار دولار) خلال الفترة 2009-2013، تتركز على الاستثمار في القطاعين الحكومي والنفطي من خلال الإنفاق على مشاريع الخدمات الأساسية لتعزيز القدرة الاستيعابية للاقتصاد الوطني. لذا يُتوقع أن يساهم الإنفاق الحكومي في الاقتصاد السعودي خلال عام 2009م بنحو 40.2 في المائة من الإجمالي، ويُعد هذا المعدل الأعلى في منظور عقدين مضياً من الزمن! انظر جدول رقم (16). ومن شأن هذه الزيادة في الإنفاق الحكومي أن يقلص من التأثير السلبي للتراجع الذي حدث في الائتمان المصرفي خلال الفترة الراهنة، على أن التوقعات بعودة القطاع المصرفي في السعودي للعب دوره السابق في تلبية الاحتياجات التمويلية للقطاع الخاص أمرٌ متوقع خلال العام القادم 2010م، كاستجابة للتحويلات الإيجابية وتراجع حدة التأثيرات السلبية للأزمة على القطاع المالي تحديداً.

الجدول رقم (18): مؤشرات السياسة الاقتصادية السعودية 2001-2009.

نسبة الائتمان الحكومي للاقتصاد (%)	نسبة (فائض/عجز) الميزانية للاقتصاد (%)	إجمالي مديونية الاقتصاد السعودي (%)	نسبة الدين الحكومي للاقتصاد (%)	نسبة الائتمان المحلي للاقتصاد (%)	نسبة الدين الحكومي للقواعد (%)	نسبة الائتمان الخاص للاقتصاد (%)	نسبة الائتمان للحكومة وشبه الحكومي (%)	نسبة قروض الأفراد للإجمالي الائتمان المحلي (%)	نسبة الائتمان الممنوح للقطاع الخاص إلى الودائع (%)	السنة
37.6	-4.0	124.1	94.7	47.4	76.8	27.5	18.2	12.6	64.3	2001
33.4	-2.9	130.1	97.9	50.9	79.1	29.4	19.8	15.6	60.9	2002
32.3	4.5	114.8	82.9	50.9	64.0	28.7	18.9	18.7	63.1	2003
30.7	11.4	102.6	65.7	52.7	49.9	33.8	15.8	24.2	72.0	2004
29.6	18.8	79.2	39.2	50.8	28.4	37.2	10.9	31.1	89.1	2005
29.7	22.3	66.8	27.5	47.9	18.9	35.9	9.3	29.6	80.5	2006
32.6	12.6	62.8	18.6	53.1	9.7	40.4	10.1	24.7	80.5	2007
28.9	35.0	63.5	13.4	55.3	8.3	41.6	11.9	18.8	86.8	2008
40.1	-3.3	78.6	16.4	67.8	10.8	54.6	11.0	19.7	80.5	2009

المصدر: عبد الحميد العمري، (http://abdulhamid.net/archives/1091).

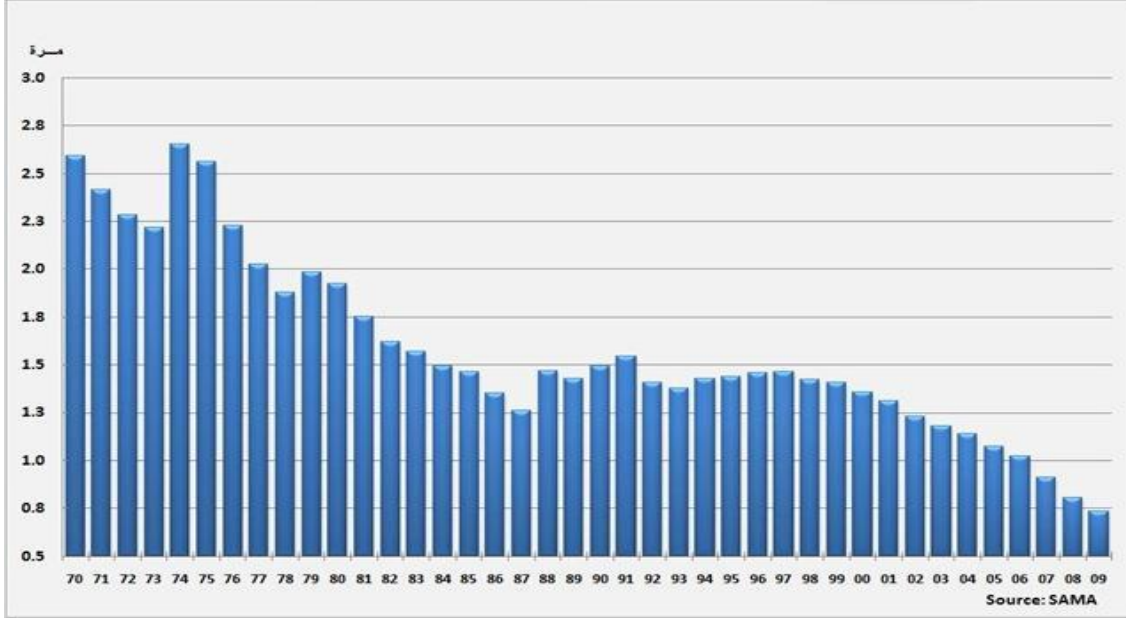
وحافظت السياسة المالية على ركائزها التوسعية في جهة الإنفاق الحكومي بهدف تشجيع الطلب المحلي وزيادة الطاقة الاستيعابية للاقتصاد، وزادت من المخصصات اللازمة لمختلف أوجه التنمية الشاملة، لإضافة إلى زيادة مخصصات مؤسسات الإقراض وصناديق التنمية الصناعية والعقارية (قام صندوق الاستثمارات العامة برفع سقف الإقراض الإجمالي من 30 في المائة إلى 40 في المائة من تكلفة الاستثمار في المشاريع، ومدة فترة الاستحقاق من 15 إلى 20 سنة).

أما على مستوى السياسة النقدية، فقد قامت مؤسسة النقد العربي السعودي (ساما) مع بداية الأزمة باتخاذ عددٍ من الإجراءات التي استهدفت أولوية تعزيز أوضاع السيولة المحلية، وخفض تكلفة الإقراض بهدف ضمان استمرار المصارف التجارية في أداء دورها التمويلي، ورغم ذلك أظهرت التطورات المصرفية فيما يخص تمويل المصارف ضعفاً واضحاً في الاستجابة لتلك السياسات طوال الفترة السابقة من عمر الأزمة؛ حيث لم يتجاوز المعدل السنوي لنمو الائتمان الممنوح من المصارف للقطاع الخاص أكثر من 1.7 في المائة! مقارنةً بأكثر من 27.1 في المائة عن العام 2008م، كما انعكس ذلك سلباً على عددٍ من مؤشرات السيولة المدارة في الاقتصاد محلياً؛ تم ملاحظته من خلال انخفاض معدل دوران النقود (القطاع غير النفطي)¹

¹ عبد الحميد العمري، مرجع سبق ذكره.

الذي سجل مستويات تاريخية من الانخفاض وصلت إلى نحو 0.73 مرة خلال عام 2009م، والتي تعد الأدنى خلال فترة أربعة عقود مضت انظر الرسم البياني رقم (12) ويُتوقع أن تعود المصارف لممارسة دورها التمويلي من بعد مطلع العام 2010م بعد أن تخف حدة التأثيرات السلبية للأزمة بصورة أكبر.

الشكل رقم (12): معدل دوران النقود (القطاع غير النفطي) خلال الفترة 1970-2009م



المصدر: عبد الحميد العمري. (<http://abdulhamid.net/archives/1091>)

كما أن من أهم ما قامت به ساما هو خفض معدلات إعادة الشراء (Repo Rate) عدة مرات متتالية، بدأته بخفضه من 5.5% في أكتوبر 2008م إلى 4.0 في المائة، ثم إلى 3.0 في المائة في نوفمبر 2008م، ثم إلى 2.5 في المائة في ديسمبر 2008م، ثم إلى 2.0 في المائة في يناير 2009م، ولا يزال مستمرا حتى يناير 2009م، وتزامن مع تلك الإجراءات قيامها بخفض معدل عائد اتفاقيات إعادة الشراء المعاكس (Reverse Repo Rate) في وقت أسبق من 3.0 في المائة إلى 2.25 في المائة، ثم 1.5 في المائة في ديسمبر 2008م، ثم 0.75 في المائة في يناير 2009م، ثم 0.5 في المائة في أبريل 2009م، وأخيراً 0.25 في المائة في يونيو 2009م، أدت تلك الإجراءات مجتمعة إلى انخفاض معدل الفائدة البيئي لدى المصارف التجارية. "SIBOR" كما قامت بخفض نسبة الاحتياطي الإلزامي على الودائع تحت الطلب عدة مرات من 13 في المائة إلى 7 في المائة، وهي نفس النسبة التي كانت عليها قبل تعديلها في النصف الأخير من عام 2007م للحد من الآثار التضخمية في حينه، انظر الجدولين رقمي 17 و 18 كما قامت بإنشاء ودائع زمنية لمدد طويلة نسبياً نيابة عن الهيئات والمؤسسات الحكومية (بالريال السعودي والدولار الأمريكي) مع المصارف المحلية. وأجرت عمليات مقايضة للنقد الأجنبي مع المصارف المحلية لتوفير السيولة بالدولار الأمريكي لتلبية طلب النظام المصرفي على النقد الأجنبي.¹

¹ نفس المرجع السابق.

المطلب الثالث: إجراءات الدول العربية إزاء الأزمة المالية وبعض السبل المقترحة لمواجهة الأزمات المالية

1- إجراءات الدول العربية إزاء الأزمة المالية:

قامت الدول العربية ببعض الإجراءات التي تصب في مواجهة الأزمة المالية العالمية وعدم السماح باستفحال آثارها لتمتد إلى الاقتصاد الحقيقي في هذه البلدان، فدول مجلس التعاون الخليجي ساعدها في القيام بهذه الإجراءات الفوائض النقدية المتراكمة للعائدات البترولية وإن كان هناك تراجع في معدلات النمو الاقتصادي في هذه الدول إلا أنها وبحسب التوقعات تستطيع أن تتخطى هذه الأزمة، وقد اتخذت بعض دول مجلس التعاون الخليجي عدة إجراءات لمواجهة الأزمة من أهمها:

-قيام بعض حكومات بعض الدول الخليجية بتخصيص مبالغ ضخمة لتمويل مشروعات لتدريب العاملين والإداريين في مجال القطاع المالي والمصرفي وخصوصا مجال صناعة الخدمات المالية وهذا ما حدث في الكويت مثلا.

-قرر مصرف الإمارات المركزي إتاحة قروض قصيرة الأجل للبنوك العاملة داخل الإمارات عن طريق تسهيلات بقيمة (13.61 مليار دولار) بهدف تخفيف التوترات وحالة الذعر في القطاع المالي والمصرفي.

-عرض البنك الكويتي المركزي للبنوك أموالا لليلة واحدة ولأسبوع ولشهر وذلك لإظهار استعدادها لضمان توفير السيولة الكافية بعد الانخفاض الحاد في سوق الكويت للأوراق المالية.

-قامت هيئة الاستثمار القطرية بشراء 10-20% من رأس البنوك المدرجة في سوق الدوحة للأوراق المالية لتعزيز الثقة بالسوق. فضلا عن ضخ سيولة كبيرة من خلال شراء هذه الأسهم وذلك لتعزيز قدرة البنوك القطرية على تمويل مشروعات التنمية في المراحل القادمة.

-دعم ونشر أجواء الثقة وتقوية مرتكزاتها لما له من تأثير كبير في إرساء أسس الاستقرار المالي والاقتصاد في أي بلد.
-العمل الحثيث على عدم سريان الأزمة المالية لتصل إلى القطاع الحقيقي داخل البلدان الخليجية.
-انتشال بعض المصارف والمؤسسات المالية من خطر الإفلاس وذلك بتقديم قروض كبيرة لهذه المصارف أو المؤسسات للخروج من شبح الإفلاس.

أما في مصر فتمثلت الإجراءات التي اتخذتها الحكومة المصرية بالآتي:¹

-زيادة الإنفاق العام للمشاريع الخاصة بتطوير البنى التحتية في البلد وخصصت الحكومة المصرية ما يقارب من 15 مليار جنيه مصري لمثل هكذا مشاريع.

-تقديم التسهيلات الكبيرة لجميع القطاعات وتحديد قطاع السياحة قدر تعلق الأمر بتأثيرات الدخول وتخفيض أسعار التذاكر للمنزات والمتاحف المصرية.

-تخصيص أكثر من 15 مليار جنيه للمشروعات المشتركة بين القطاع العام والقطاع الخاص، بما يعزز قدرة هذه المشاريع للنهوض بواقعها وتحقيق أهدافها.

أما في السودان فقد قام بنك السودان بتطبيق بعض السياسات اللازمة لمواجهة الأزمة المالية العالمية الأخيرة على المستوى المحلي ومن أهمها:

-إلزام البنوك في السودان بالاحتفاظ بنسبة لا تقل 10% من حجم ودائعها على شكل سيولة نقدية داخلية.

-إلزام البنوك باحتياطي قانوني لا يقل عن 8% من مجمل الودائع بالعملة المحلية. أما الأجنبية بنسبة أقل من 3% عن ما

كان مقرر قبل ذلك في السودان - إذ كانت هذه النسبة تصل إلى 11% -.

¹ مجلة الإدارة والاقتصاد، انعكاسات الأزمة المالية العالمية على أسواق المال العربية (دراسة تحليلية في بلدان عربية مختارة لمدة 2003-2009)، العدد السادس والثمانون/2011، ص188.

-توسيع فرص التبادل الدولي بين السودان وباقي دول العالم. لاسيما دول إفريقيا وجنوب وشرق آسيا والصين.
-السعي إلى الحفاظ على معدل نمو لا يقل عن 6%.

وفي ضوء تلك الإجراءات التي قامت بها الدول العربية لمواجهة هذه الأزمة العنيفة كل بحسب اقتصادها ودرجة ارتباط قطاعها المالي والمصرفي العالمي ومع ما يتلاءم وإمكاناتها الاقتصادية والمالية، نجد من الضروري تقديم عدد من السبل أو المقترحات للبلدان العربية في مواجهة الأزمات المالية العالمية ولزيادة التحوط من مثل هكذا أزمات قد تطيح باقتصادياتها ومن أبرزها ضرورة اعتماد وتطبيق معايير لجنة (بازل2) وذلك للارتباط القوي بين تطبيق معايير هذه اللجنة وبين الاستقرار المالي في أي بلد، وتعد من أهم بنود هذه الاتفاقية هو التركيز على كفاية رأس المال وإدارة المخاطر وهما عنصران في غاية الأهمية لضمان الاستقرار المالي على المدى الطويل فضلا عن توجيه المؤسسات المالية والمصرفية العربية إلى زيادة عمليات الاندماج وذلك بغية زيادة التنافسية الدولية وتقليل مخاطر الاستثمار داخل هذه البلدان، والتركيز على الاقتصاد الحقيقي وتوجيه الاستثمار نحوه، واعتماد الدول العربية على الاستثمار والبناء الداخلي، فضلا عن السعي الحثيث نحو تنويع موارد الدخل القومي داخل هذه البلدان لتقليل ظاهرة التبعية الاقتصادية.

هذا من جانب ومن جانب آخر زيادة الرقابة التي تتولها البنوك المركزية على بنوك الاستثمار وكافة المؤسسات المالية والمصرفية داخل البلدان العربية، وزيادة الرقابة على الاستثمارات المالية الأجنبية في الأسواق المالية العربية وعدم ترويج هذه الاستثمارات بدون ضوابط تحكمها وتنحكم بها.¹

¹ نفس المرجع السابق، ص189.

2- الاستنتاجات:

خلصت الدراسة إلى جملة من الاستنتاجات من أبرزها:

✓ هناك عدة أسباب أدت إلى حدوث وتفاقم الأزمة المالية العالمية الأخيرة من أبرزها:

- الإفراط الكبير في منح الائتمان والقروض العقارية وتخفيض معاييرها وضوابطه إضافة إلى توريق هذا الائتمان.

- الفجوة الكبيرة بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي مما يولد عدم إمكانية مواجهة الأزمات المالية الطارئة نتيجة عدم

قدرة القطاع الحقيقي على سداد قيمة القطاع المالي.

- انخفاض مستوى الرقابة على المؤسسات المالية والمصرفية وعدم الالتزام بمقررات لجنة (بازل 1 وبازل 2).

- عدم العقلانية في السلوك الاقتصادي للأفراد وتماذي الأفراد في مستوى الاستهلاك وعدم التقيد بمستوى الدخل

الفردى، مما يولد أعباء كبيرة على الأفراد والمجتمع بصورة عامة.

✓ انتقلت الأزمة المالية العالمية من الولايات المتحدة الأمريكية إلى باقي أنحاء العالم عن طريق سلسلة من الأزمات بدأت

بأزمة الرهون العقارية ثم أزمة الائتمان ثم تبعها أزمة الأسواق المالية وبالتالي أزمة القطاع النفطي، وهذه السلسلة من

الأزمات كان لها وقعا كبيرا في إحداث فوضى اقتصادية.

✓ يلاحظ من خلال مؤشرات أسواق المال العربية إن هذه الأسواق قد تأثرت بصورة كاملة بالأزمة المالية العالمية

عام 2008، وقد تباين حدة هذا التأثير بحسب درجة انكشاف هذه الأسواق على أسواق المال العالمية ما تبين من خلال

معدل الانخفاض في مؤشرات أسواق المال العربية عام 2008، إذ احتلت دول الخليج العربي ذات الانكشاف المالي

العالي المرتبة الأولى في حين جاءت مصر ذات الانكشاف المالي المتوسط بالمرتبة الثانية ثم سوق الخرطوم ذات الانكشاف

المالي المتدني في المرتبة الثالثة ثم تلتها سوق عمان المالي وكالآتي:

- سوق دبي للأوراق المالية (-64.78%)

- سوق مسقط للأوراق المالية (-51.71%)

- سوق مصر للأوراق المالية (-50.71%)

- سوق الخرطوم للأوراق المالية (49.76%)

- سوق عمان المالي (23.29%)

✓ اتضح من خلال مؤشرات أسواق المال العربية إن هذه الأسواق قد تأثرت جميعها في عام 2006 وهذا ما تبين من

خلال تحقيق معظم هذه المعدلات نمو سالبة في هذه السنة، مما يبرهن إن جذور هذه الأزمة كانت قبل عام 2008

بأعوام وإن التغاضي عن إمكانية حدوثها والتحوط دون وقوعها أدى اندلاع الأزمة المالية في عام 2008.

3- المقترحات:

- اعتمادا على الاستنتاجات التي توصلت إليها الدراسة فإنها تقترح الآتي:
- ضرورة اعتماد وتطبيق معايير اتفاقية (بازل2)، وذلك لضمان تحقيق الاستقرار المالي في البلدان العربية وهو ما يعني التركيز على كفاية رأس المال وإدارة المخاطر وهما عنصران في غاية الأهمية لضمان الاستقرار المالي على المدى الطويل.
 - السعي إلى توجيه المؤسسات المالية والمصرفية العربية إلى زيادة عمليات الاندماج وذلك بغية زيادة التنافسية الدولية وتقليل مخاطر الاستثمار داخل هذه البلدان، وعدم التوسع في التعامل بالمشقات المالية.
 - ضرورة الابتعاد عن نظام سعر الصرف الواحد والتحول إلى نظام سلة العملات ويقوم البلد بربط عملته بسلة من العملات العالمية وبالتالي المحافظة على استقرار أكبر في قيمة العملة المحلية.
 - التركيز على الاقتصاد الحقيقي وتوجيه الاستثمار نحوه واعتماد الدول العربية على الاستثمار والبناء الداخلي، فضلا عن السعي الحثيث نحو تنويع موارد الدخل القومي داخل هذه البلدان لتقليل ظاهرة التبعية الاقتصادية.
 - حث البلدان العربية على التوجه نحو الاقتصاد الإسلامي تدريجيا، واعتماد أسسه الراسخة مثل فكرة الصيرفة الإسلامية.
 - زيادة الرقابة التي تتولاها البنوك المركزية على بنوك الاستثمار وكافة المؤسسات المالية والمصرفية داخل البلدان العربية فضلا عن زيادة الرقابة على الاستثمارات المالية الأجنبية في الأسواق المالية العربية وعدم ترويج هذه الاستثمارات بدون ضوابط نحكمها وتنحكم بها.
 - تعزيز إمكانية وضع آلية العمل العربي المشترك في بناء منظومة متكاملة من ضوابط وتنظيمات رقابية بما يساهم في النهوض بواقع الإشراف والرقابة الداخلية والخارجية على القطاع المالي والمصرفي داخل البلدان العربية .
 - السعي الدائم إلى تقليل الفجوة بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي داخل البلدان العربية.

خلاصة الفصل:

اتضح لنا من خلال هذا الفصل أن بداية ظهور سوق الأسهم في المملكة يرجع إلى نهاية السبعينيات، وتميز السوق السعودي بمحادثات النشأة مقارنة بأسواق الدول المتقدمة، ويتصف كذلك بقلة عدد الشركات المدرجة أسهمها في السوق بالنظر إلى حجم الاقتصاد السعودي الكبير. تأثر الاقتصاد السعودي بالأزمة المالية يرجع بصورة أساسية وكبيرة على إيرادات تصدير النفط مما أثر سلبا على السعر مع بداية الأزمة زيادة على ذلك انخفاض الطلب العالمي عليه. كما أثرت الأزمة على الجهاز المصرفي السعودي بسبب استثماراته في الخارج. وأثرت كذلك على سوق الأسهم السعودي بالتراجع الكبير والمفاجئ في المؤشر العام

حاولنا من خلال تناولنا لموضوع الأزمة المالية العالمية وتأثيرها على أداء الأسواق المالية العربية، معالجة إشكالية البحث التي تدور حول واقع أداء الأسواق المالية العربية في ظل الأزمات المالية العالمية، من خلال ثلاثة فصول باستخدام المنهج المشار إليه في المقدمة وفي الدراسة التطبيقية انطلاقاً من الفرضيات المعتمدة وهكذا، تتوزع هذه الخاتمة إلى نتائج البحث واختبار الفرضيات، الاستنتاجات والاقتراحات.

وعليه بناء على الأهداف المتوخاة من هذه الدراسة ومحاولة للإجابة عن الإشكالية توصلنا إلى النتائج التالية:

- من خلال استعراضنا لبعض تعاريف الاقتصاديين للأزمات المالية اتضح لنا الجدل القائم والذي يكمن في تحديد مكوناتها، وبصفة عامة يقصد بالأزمات المالية ذلك الاضطراب الذي يمس أحد متغيرات النظام المالي.
- يمكن التمييز بين أربعة أنواع من الأزمات المالية:
 - ✓ أزمة العملة نتيجة لتدهور الشدائد للعملة المحلية، مما يجبر البنك المركزي إلى اتخاذ إجراءات عديدة من بينها رفع معدلات الفائدة، التضحية بنسبة من احتياطي الصرف.
 - ✓ الأزمة المصرفية نظراً إلى الارتفاع الكبير والمفاجئ في طلب سحب الودائع مما يعرض البنك إلى الإفلاس
 - ✓ أزمة الأسواق المالية جاءت نتيجة لتباعد القيمة السوقية والقيمة الأساسية لأصل ما أو لمؤشر البورصة.
 - ✓ أزمة المديونية وهي نتيجة لعدم قدرة البلد على تسديد التزاماته.
- يسمح لنا التحليل التجريبي للأزمات المالية بالتمييز بين ثلاثة نماذج والمتمثلة فيما يلي:
 - ✓ النماذج من الجيل الأول: تفسر أزمة الأرجنتين من خلال تدهور أساسيات الاقتصاد الكلي والعجز المستمر في ميزان المدفوعات.
 - ✓ النماذج من الجيل الثاني: تفسر أزمة آلية سعر الصرف الأوروبي من خلال التوقعات الذاتية للأعوان الاقتصاديين.
 - ✓ النماذج من الجيل الثالث: تفسر أزمة جنوب شرق آسيا من خلال نقص المعلومات وهشاشة النظام المصرفي.

- ان أزمة الرهن العقاري كانت نتيجة انهيار سوق الرهون العقارية الأمريكية بسبب تدخل الحكومة الأمريكية المباشر ولسنوات عديدة في البنوك والمؤسسات المالية وحثها على تسهيل عملية الإقراض وتلبية طلبات المواطنين المتعلقة بالقروض العقارية وغيرها، خصوصا بالنسبة للفئات الاجتماعية ذات الدخل الضعيف، وليس كما يرى البعض بأن فساد القطاع الخاص يعود إلى عدم التدخل الحكومي. وهكذا، فقد أدت السياسة النقدية التوسعية في السنوات السابقة في توجيه كثير من الأموال إلى سوق العقار مما ولد فقاعة كبيرة.
 - امتدت آثار الأزمة المالية إلى الدول العربية بدرجات متفاوتة الخطورة.
 - تأثرت أسواق الأوراق المالية العربية كثيرا بتداعيات الأزمة المالية العالمية، حيث شهدت تقلبات حادة، وانخفاض أحجام التداول فيها، وتدافع المستثمرين لبيع أسهمهم وبأسعار متدنية مما أدى إلى انهيار أسعار الأسهم في البورصات العربية.
 - إن الأزمة المالية العالمية انعكست بآثارها على أداء سوق المال السعودي بحث يمكن القول بأن هذه التأثيرات السلبية للأزمة اتخذت اتجاهين الأول على مستوى الاقتصاد الكلي والثاني على مستوى المالية.
 - تأثر الجهاز المصرفي السعودي بالأزمة المالية العالمية 2008 وذلك بسبب استثمارات المصارف في الخارج وارتباطها مع المصارف العالمية.
 - شهد سوق الأسهم المملكة تراجع كبيرا و مفاجئ في مؤشر العام نتيجة لتأثرها بالأزمة المالية العالمية(الرهن العقاري) التي لم تقلت منها بورصة متقدمة أو نامية أو ناشئة.
 - اتخذت المملكة العربية السعودية عدة إجراءات مما ساهمت في عودة وتيرة النمو الاقتصادي و توطيد عوامل الاستقرار.
- بعض الحلول المقترحة:
- ضرورة تطبيق اتفاقية بازل 2 لتحقيق الاستقرار المالي.
 - توجيه المؤسسات المالية الى زيادة عمليات الاندماج من اجل التقليل من مخاطر الاستثمار.
 - الابتعاد عن نظام سعر الصرف الواحد من الحفاظ على استقرار قيمة العملة المحلية.
 - السعي الى تقليل الفجوة بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي.
 - وضع قوانين صارمة وقواعد جديدة عالمية تحكم التبادل في الأسواق المالية، وتضع المضاربة تحت المجهر.
 - الالتزام بقواعد الشريعة الإسلامية لأن الإسلام دين نظم جميع نواحي الحياة الإنسانية بطريقة سليمة، علمية وإنسانية.

	الإهداء
	شكر و عرفان
I	الفهرس العام.....
V	قائمة الجداول.....
VI	قائمة الأشكال.....
أ-ج	المقدمة العامة.....
2	الفصل الأول: الإطار النظري للأزمات المالية.....
3	المبحث الأول: الأزمات المالية تعريفها، مراحلها، أنواعها.....
3	المطلب الأول: تعريف الأزمات المالية.....
5	المطلب الثاني: مراحل الأزمات المالية.....
6	1- مرحلة النشأة.....
6	2- مرحلة النمو.....
6	3- مرحلة النضج.....
6	4- مرحلة الانحدار.....
7	المطلب الثالث: أنواع الأزمات المالية.....
7	1-أزمات العملة.....
7	2-الأزمة المصرفية.....
8	3-أزمة الأسواق المالية.....
9	4-أزمة المديونية.....
12	المبحث الثاني: أسباب الأزمات المالية والمؤشرات الاقتصادية لها.....
12	المطلب الأول: أسباب الأزمات المالية.....
12	1-الإختلالات الهيكلية في الاقتصاد الكلي.....
12	2-التحول إلى الاقتصاد الحر.....
12	3-وجود ضمانات حكومية.....
13	4-تقلبات أسعار الصرف.....
13	5-شروط التجارة السلبيه.....
13	6-عدم استقرار الاقتصاد الكلي.....
13	7-سياسات سعر الصرف.....

14	المطلب الثاني: المؤشرات الاقتصادية للأزمات المالية.....
16	المطلب الثالث: نماذج الأزمات المالية.....
16	1-النماذج من الجيل الأول.....
16	2- النماذج من الجيل الثاني.....
17	3-النماذج من الجيل الثالث.....
19	المبحث الثالث:إدارة الأزمات المالية وكيفية التنبؤ بها.....
19	المطلب الأول: مفهوم وآليات إدارة الأزمات.....
19	1-مفهوم إدارة الأزمات.....
20	2-آلية إدارة الأزمات.....
22	المطلب الثاني: التنبؤ بالأزمات المالية.....
25	المطلب الثالث: الوظائف الإدارية لمعالجة الأزمات.....
25	1-التخطيط.....
25	2-التنظيم.....
26	3-الاتصال والمعلومات.....
27	خلاصة الفصل.....
29	الفصل الثاني: تأثير الأزمات المالية على أداء الأسواق المالية العربية.....
30	المبحث الأول: الأسواق المالية.....
30	المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية وأنواعها.....
30	1-مفهوم الأسواق المالية.....
31	2-أنواع الأسواق المالية.....
32	المطلب الثاني: وظائف الأسواق المالية ومكوناتها.....
32	1-وظائف الأسواق المالية.....
33	2-مكونات الأسواق المالية.....
34	المطلب الثالث: أهمية سوق المال وشروط فعاليته.....
34	1-أهمية سوق المال.....
34	2-شروط فعالية سوق المال.....
36	المبحث الثاني: الأسواق المالية العربية.....
36	المطلب الأول: نشأة الأسواق المالية العربية وتطورها.....
36	1-النشأة والتطور.....
37	2-الإطار التشريعي لأسواق المال العربية.....

37	3-الإصلاحات التي شهدتها الأسواق المالية العربية ونتائجها.....
39	المطلب الثاني: خصائص الأسواق المالية العربية.....
39	1-ضيق نطاق السوق.....
42	2- تركيز التداول.....
42	3-ضعف فرص التنويع.....
42	4- ضعف درجة السيولة.....
43	5- التقلبات الشديدة في الأسعار.....
45	6-انخفاض الطاقة الاستيعابية لأسواق الأوراق المالية العربية.....
45	7-المضاربة المفرطة.....
46	المطلب الثالث: معوقات تطور الأسواق المالية العربية.....
46	1-المعوقات التنظيمية.....
46	2-المعوقات التشريعية.....
46	3-المعوقات الهيكلية.....
46	4-محدودية العرض والطلب على الأدوات الاستثمارية.....
48	المبحث الثالث: انعكاسات أبرز الأزمات المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية.....
48	المطلب الأول: أثر أزمة جنوب شرق آسيا على الأسواق المالية العربية.....
48	1-أسباب أزمة جنوب شرق آسيا.....
52	2-أهم الأحداث التي عرفتها أزمة جنوب شرق آسيا.....
53	3-بعض أهم تأثيرات أزمة جنوب شرق آسيا على الأسواق المالية العربية.....
54	المطلب الثاني: تأثير الأزمة المالية الراهنة على أداء الأوراق المالية العربية.....
54	1-التعريف بالأزمة.....
54	2- أسباب الأزمة.....
56	3-تأثير الأزمة على أسواق المالية العربية.....
59	المطلب الثالث: أداء الأسواق المالية العربية.....
63	خلاصة الفصل.....
65	الفصل الثالث:دراسة تحليلية لأداء سوق المال السعودي في ظل الأزمة المالية 2008
66	المبحث الأول: التعرف على السوق المال السعودي.....
66	المطلب الأول: نبذة تاريخية عن السوق المال السعودي.....
66	1-نبذة تاريخية.....
67	2-تداول.....

67	3-هيئة السوق المالية.....
67	4-صلاحيات الهيئة.....
68	المطلب الثاني: خصائص سوق المال السعودية.....
70	المطلب الثالث: الإطار التشريعي والتنظيمي للسوق المال السعودية.....
70	1-نظام السوق المالية.....
71	2-البنية التنظيمية للسوق السعودية.....
72	المبحث الثاني: تأثير الأزمة المالية على السوق المالي السعودي.....
72	المطلب الأول: تأثير الأزمة المالية على الاقتصاد السعودي.....
74	المطلب الثاني: تأثير الأزمة المالية على الجهاز المصرفي.....
74	1- تأثير الأزمة المالية على الجهاز المصرفي السعودي.....
74	2-الجهود المبذولة من السعودية للحد من تداعيات الأزمة على القطاع المصرفي.....
76	المطلب الثالث: تأثير الأزمة المالية على سوق الأسهم.....
76	1-معدل دوران الأسهم.....
78	2-حجم التداول.....
79	المبحث الثالث: تطور أداء سوق المال السعودي والسبل المقترحة لمواجهة الأزمة.....
79	المطلب الأول: تطور أداء سوق المال السعودي.....
79	1-المؤشر العام لسوق الأسهم السعودية.....
80	2-أداء سوق الأسهم السعودية للأسهم السعودية للفترة من 2007 إلى 2010.....
82	3-انعكاس الأزمة المالية العالمية على السوق السعودية.....
83	المطلب الثاني: مواجهة السعودية للأزمة.....
85	المطلب الثالث: إجراءات الدول العربية إزاء الأزمة المالية وبعض السبل المقترحة لمواجهة الأزمات المالية.....
85	1- إجراءات الدول العربية إزاء الأزمة المالية.....
87	2- الاستنتاجات.....
88	3- المقترحات.....
89	خلاصة الفصل.....
91	الخاتمة العامة.....
94	قائمة المراجع.....

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
1	المؤشرات الاقتصادية التقليدية الدالة على وقوع الأزمات المالية	15
2	مؤشرات أسواق الأسهم العربية (أغسطس 2008)	39
3	تصنيف المتداولين في الأسواق الخليجية (أغسطس 2008)	41
4	نسبة التداول لأعلى ست شركات في الدول العربية	42
5	تذبذب عوائد الأسهم في بعض أسواق الأسهم العربية للفترة من يناير 2004 وحتى يونيو 2008.	43
6	أهم مؤشرات الاقتصاد الكلي لدى دول جنوب شرق آسيا	50
7	معدل التمويل الذاتي (الادخار الوطني الخام بالنسبة إلى التكوين الخام لرأس المال الثابت)	51
8	مؤشرات أسعار أسهم البورصات العربية خلال سنة 2008	57
9	عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية 1994- الربع الثاني 2008	59
10	القيمة الرأسمالية للبورصات العربية 1994- الربع الثاني 2008	60
11	مؤشرات قيمة الأسهم وتداولها في الأسواق المالية العربية	61
12	أهم مؤشرات أداء أسواق الأسهم العربية خلال عام 2007	62
13	عدد الأسهم المتداولة لقطاعات الخمسة عشر لعام 2010	68
14	مؤشرات أداء الاقتصاد السعودي 2001-2009	73
15	يبين تطور معدل دوران الأسهم في سوق السعودي الدولي في الفترة (90-2009)	77
16	يبين معدل نمو مؤشر القيمة السوقية للسوق الأسهم السعودي للمدة (90-2009)	77
17	البيانات الشهرية الخاصة بمؤشر صندوق النقد العربي لسوق الأسهم السعودية للفترة الممتدة من 2007 إلى 2010	80
18	مؤشرات السياسة الاقتصادية السعودية 2001-2009	83

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
5	المراحل الخاصة بدورة حياة الأزمة	1
32	كيفية تطوير سوق المال	2
33	مكونات سوق المال	3
49	تطور معدل الاستثمار في كوريا، ماليزيا وتايلاند	4
51	تطور أسعار الأسهم (1992-2000)	5
58	الحجم النسبي للأسواق العربية خلال عام 2008	6
69	توزيع عدد الأسهم المتداولة للسوق السعودية حسب القطاعات الخمسة عشر لعام 2010	7
77	يبين معدل دوران الأسهم في سوق رأس المال السعودي للفترة 90-2009	8
78	تطور القيمة السوقية في سوق الأسهم السعودي للفترة 1990-2009 مليون ريال	9
81	تطور أداء سوق الأسهم السعودية من خلال مؤشر صندوق النقد العربي للفترة الممتدة من جانفي 2007 إلى ديسمبر 2010.	10
82	تطور أداء سوق الأسهم السعودية من خلال مؤشر صندوق النقد العربي لعام 2008	11
84	معدل دوران النقود (القطاع غير النفطي) خلال الفترة 1970-2009	12

1- المراجع بالعربية

الكتب

- 1- أحمد ماهر، إدارة الأزمات، الدار الجامعية، ط1، مصر، 2006.
- 2- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2004.
- 3- إسماعيل أحمد الشناوي، مبارك عبد النعيم، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 2002.
- 4- جلال إبراهيم العيد ومحمد الصالح الحناوي، بورصة الأوراق المالية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 2002.
- 5- حيدر يونس،. المصارف الإسلامية، أداؤها المالي و آثارها في سوق الأوراق المالية، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، 2011.
- 6- رسمية قرياقص، أسواق المال (أسواق، رأس المال، المؤسسات)، الدار الجامعية 1999، الإسكندرية.
- 7- صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب، طبعة أولى، مصر، 2003.
- 8- صلاح الدين حسين السيسي، الشركات متعددة الجنسيات وحكم العالم، تطوير وربط المؤسسات العربية وتأسيس البورصة العربية الموحدة، عالم الكتب، القاهرة، مصر، 2003.
- 9- عبد الحكيم مصطفى الشرفاوي، العولمة المالية وإمكانات التحكم، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2005.
- 10- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- 11- عبد المطلب عبد الحميد، السوق العربية المشتركة، مجموعة النيل العربية، الطبعة الأولى، القاهرة 2003.
- 12- عماد صالح سلام، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، شركة أبوظبي للطباعة والنشر، أبوظبي، الإمارات، 2002.
- 13- فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شهاب الجامعة للنشر، الإسكندرية، 1999.
- 14- محمد الصيرفي، إدارة الأزمات، مؤسسة حورس الدولية للنشر، الإسكندرية، 2007.
- 15- محمد شومان، الإعلام والأزمات مدخل نظري وممارسات عملية، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، القاهرة، 2002.
- 16- محمد نصر مهنا . إدارة الأزمات . مؤسسة شباب الجامعة للنشر. الإسكندرية. 2004 .

- 17-نبيل سروه محارب، النقود والمؤسسات المصرفية، مكتبة النهضة المصرفية، الطبعة الأولى، بدون مكان نشر، 1968.
- 18-هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2003.

الملتقيات والندوات

- 19-أوكيل نسيم، بوكساني رشيد، مصيبيح أحمد، الأزمة المالية في منطقة الأورو: أسباب نشوبها وانتشارها، بحوث اقتصادية عربية، العددان 61-62/شتاء-ربيع 2013، جامعة بومرداس الجزائر.

- 20-زايد عبد السلام، مقران يزيد، الأزمة المالية العالمية وإنعكاساتها على الاقتصاديات العربية، دراسة حالة الجزائر، تونس، المغرب، ليبيا، مصر، الملتقى الدولي سوق الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر يومي 5-6 ماي 2009.

- 21-علي محمد تجيل المعموري، مدى تأثير معايير القيمة العادلة على تداعيات الأزمة المالية العالمية، الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول" (التحديات والآفاق المستقبلية)، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة الإسراء، الأردن، (28، 29/04/2009).

مذكرات وأطروحات

- 22- أوكيل نسيم، الأزمات المالية وأساليب التوقي منها والتخفيف من أثارها، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، (2007-2008).

- 23-أيت بشير عمار، الأزمات المالية وإصلاح النظام النقدي الدولي مع دراسة الازماتين المكسيكية والاسيوية، مذكرة ماجستير، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2002.

- 24-حسام مسعودي، واقع التداول الإلكتروني في السوق المالية السعودية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير تخصص مالية الأسواق، غير منشورة، جامعة قاصدي مباح، ورقلة، الجزائر، 2011-2012.

- 25-نادية العقون، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج" دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر باتنة 2012-2013.

- 26-نسيم حاج موسى، الأزمات المالية الدولية وآثارها على الأسواق المالية العربية مع دراسة حالة أزمة الرهن العقاري، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية جامعة بومرداس، 2009.

- 27-وليد أحمد صافي، الأسواق المالية العربية الواقع والآفاق، أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، جامعة الجزائر، 2003.

المجلات والصحف

- 28- إبراهيم أونور، خصائص أسواق الأسهم العربية، مجلة جسر التنمية الصادرة عن المعهد العربي للتخطيط العدد الثمانون، 2009.
- 29- أشواق عباس، خدمة الديون بين الاندماج والخصوصية- الجزء الثالث، صحيفة الحوار المتمدن، العدد: 1203 2005/05/20.
- 30- بلقاسم العباس، إدارة الديون الخارجية- مجلة جسر التنمية، العدد: 30- 2004.
- 31- حسين عبد المطلب الأسرج، دراسة تحليلية لأسواق الأوراق المالية في الدول العربية، مجلة مصر المعاصرة، تصدرها الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والإحصاء والتشريع، العدد 481، القاهرة، يناير، 2006.
- 32- خبابة حسان، دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد5، بسكرة (الجزائر)، 2003.
- 33- عادل حميد يعقوب عبد العال، أزمة الأسواق المالية في آسيا وأثرها على أسواق المال في العالم العربي، مجلة العلمية للتجارة، العدد24، 1999.
- 34- عبد المجيد قدرى، الأزمة الاقتصادية الأمريكية وتداعياتها العالمية، مجلة البحوث الاقتصادية العربية، العدد 46 ربيع 2009.
- 35- كريستيان ملدر، "عين العاصفة- يدفع الطابع الجديد للأزمات إلى الإسراع بإعادة التفكير في إجراءات الوقاية و تدابير الحل". مجلة التمويل و التنمية ، المجلد 39، عدد4، ديسمبر2002.
- 36- مجلة الإدارة والاقتصاد، انعكاسات الأزمة المالية العالمية على أسواق المال العربية (دراسة تحليلية في بلدان عربية مختارة لمدة 2003-2009)، العدد السادس والثمانون/2011.
- 37- نيرمين السعدني، "قراءات حول الأزمة النقدية العالمية"، مجلة السياسة الدولية، العدد137، يوليو 1999.

المقالات

- 38- قدي عبد المجيد، الأزمة الاقتصادية الأمريكية وتداعياتها العالمية، مقال معد للنشر.

التقارير

- 39- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2008، الفصل السابع.
- 40- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2007، الفصل السابع.
- 41- صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، العدد 54، الربع الثاني 2008.
- 42- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2010.

النظواهرات العلمية والمؤتمرات

- 43- أحمد طلفاح، الأزمات المالية وأزمات سعر الصرف وأثرها على التدفقات المالية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، أبريل، 2005.
- 44- أشرف محمد دوابة، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مؤتمر التجارة العربية البينية والتكامل الاقتصادي، نحو سوق مالية عربية، بحث أوراق عمل، 2004.
- 45- بلال خلف السكارنه، خطط الطوارئ ودورها في إدارة الأزمات المالية، المؤتمر العلمي الثالث حول "الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول"، كلية العلوم الإدارية والعلمية، جامعة الإسراء، الأردن، (28، 29/04/2009).
- 46- التواقي ناجي، الأزمات المالية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، المعهد العربي للتخطيط، العدد 29، 2004.
- 47- د. حسني الخولي، تأثير الأزمة المالية على القطاع البنكي. ورقة بحثية مقدمة للقاء العلمي "انعكاسات الأزمة المالية العالمية وأثر الأنظمة التجارية في احتوائها"، ص 16.
- 48- د. ثريا الخزرجي، الأزمة المالية الراهنة وأثرها في الاقتصاديات العربية (التحديات والسبل)، المؤتمر الثالث حول "الأزمة المالية وانعكاساتها على اقتصاديات الدولة الدول (التحديات والآفاق المستقبلية، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة الإسراء، الأردن، (28، 29/04/2009).
- 49- الشيخ الداوي، الأزمة المالية العالمية انعكاساتها وحلولها، (مداخلة معدة في إطار مؤتمر "الأزمة المالية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي العربي والإسلامي"، جامعة الجنان، طرابلس-لبنان 13-14 مارس 2009).
- 50- كريم سالم حسين، إبراهيم رسول هاني، المتغيرات الاقتصادية العالمية وانعكاساتها على أسواق المال العربية، المؤتمر العلمي الأول لكلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، لفترة من 22-24 تموز/2003، جامعة العلوم التطبيقية/عمان، الأردن.
- 51- مجلس الغرف السعودية، الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الاقتصاد السعودي، أكتوبر 2008.

52-محمد عبد الحليم عمر، قراءة إسلامية في الأزمة المالية العالمية، ورقة مقدمة في ندوة "الأزمة المالية العالمية من منظور إسلامي وتأثيرها على الاقتصاديات العربية"، جامعة الأزهر، 11 أكتوبر 2008.

53-محمود محمد العجلوني، إدارة الأزمات في القطاع المصرفي في إقليم الشمال "دراسة ميدانية" المؤتمر الثالث حول "الأزمة المالية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول" (التحديات والأفاق المستقبلية)، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة الإسراء، الأردن، (28، 29/04/2009).

المواقع الالكترونية

54-<http://abdulhamid.net/archives/1091>

55-<http://an77.7forum.net/t328-topic>

56-<http://today.almasryalyoum.com/article2.aspx?ArticleID=180945>

57-http://www.arab-ency.com/index.php?module=pnEncyclopedia&func=display_term&id=14456&m=1

58-http://www.iraker.dk/index.php?option=com_content&task=view&id=8549&Itemid=99

59-<http://www.kantakji.com/fiqh/Files/Manage/104.doc> .

2- المراجع بالفرنسية

60-Giles, Chris les erreurs du fonds monétaire international, problèmes économiques, décembre 2007, n°2937.

61-Johsua Isaa, une trajectoire du capital; de la crise de 1929 à celle de la nouvelle économie, syllepse, paris, 2007.

62-Lafont Laurens et Molina Anton, marchés; boursiers; profiter de la crise ou comment jouer la prochaine reprise, gualina, éditeur; Paris, 2003.